



2013

Ouvrage collectif colloque CSIFA

Risques
et Espérances
à l'Ère des Crises

Coordination :

Jamel Eddine Henchiri

RED-ISGG

16/12/2013

INTRODUCTION

Cet ouvrage collectif est le résultat de plus d'un an de réflexions, d'efforts et de persévérance de la part de toute une équipe internationale réunie pour un même objectif.

A partir de l'évaluation d'une trentaine de soumissions de communications, le comité scientifique du colloque, présidé par le Pr. Jean Guy Degos, U. Bordeaux (France) en a sélectionné vingt sept papiers pour être présentée dans les ateliers du colloque les 15 et 16 décembre 2013 à Hammamet (Tunisie). Les présidents de différents ateliers ont ensuite sélectionné une petite dizaine de papiers qui présentent un intérêt scientifique certain tout en répondant mieux au thème choisi cette année pour ce colloque et qui est «Risques et Espérances à l'ère des crises» pour être publié dans un ouvrage collectif.

Seuls 5 papiers sont parvenus à surmonter les dernières difficultés de l'édition de l'ouvrage collectif publié sous forme de numéro spécial de la revue "Journal of Academic finance".

Ainsi, A. Najeh nous invite à approfondir plus le thème de la divulgation de l'information non-financière et trouver des sources de création de valeur afin de surmonter les risques actuels. S. Ettis nous conseille ensuite de s'investir dans les TIC et particulièrement le e-banking pour surmonter la crise alors que T. Bouchaddek se consacre à la mesure des risques boursiers et nous suggère de tenir compte des facteurs de liquidités. Enfin M. Haddad et M. A. Bouzaida nous proposent de se tourner vers la gouvernance territoriale comme espérance de sortie de la crise.

Nous remercions les membres du comité scientifique pour leur disponibilité et leur encouragements, les membres du comité d'organisation pour leur savoir faire, tous les partenaires sponsors et praticiens qui nous ont aidé d'une manière ou d'une autre à bien réussir cette conférence et bien sûr les communicants qui, sans eux, le colloque ne pouvait voir le jour. Nous vous donnons rendez vous chaque année autour du 15 décembre pour débattre d'un thème à la pointe de la recherche en finance, comptabilité et assurance.

Jamel Eddine HENCHIRI, UR.RED, I.S.G. Gabès (TUNISIE)

Appel à Contribution

L'année 2011 a été marquée par les révolutions arabes en Tunisie et en Egypte. Ces pays sont devenus l'épicentre d'une vague de transition politique, culturelle, sociale et économique créant des changements spectaculaires dans tous les pays de la région. Le mouvement populaire se focalise sur la participation démocratique, la justice sociale, le développement économique et la fin de la corruption. Mais la relance de l'Economie sera beaucoup plus difficile qu'on ne le pensait.

Ainsi, la Banque mondiale estime que, dans un contexte économique difficile, la Tunisie sera confrontée à un certain nombre de défis pour mettre en œuvre ses programmes de développements économique et sociale. L'inflation et les augmentations de salaires dans les services publics aggraveront le déficit budgétaire.

Ces divers défis économiques et financiers, qui concernent notamment la fragilisation du système bancaire, l'assurance et la stabilité financière, les problématiques de la gouvernance et de l'information et les questions d'investissement et de financement, s'ajoutent aux problèmes politiques complexes en temps de transition démocratique créant des risques imprévisibles faces aux espérances postrévolutionnaires.

Dans ce contexte, il s'avère essentiel de parler d'une gestion plus transparente et plus responsable, d'une reconsidération du poids du secteur public dans l'économie, d'une plus grande concurrence, d'une amélioration du climat des affaires, des marchés financiers plus efficaces, ainsi que d'un système bancaire plus sain, et ce aussi bien dans les pays qui ont vécu ces révolutions que chez leurs voisins de la zone MENA et même dans le reste du monde.

Tous ces thèmes seront au cœur des débats de la 8ème conférence scientifique internationale de l'unité de recherche RED de l'Institut Supérieur de Gestion de Gabès. Dans ce cadre un ensemble d'académiciens, de décideurs et de professionnels analyseront la situation économique et financière de la région MENA, détermineront les défis et les risques financiers qu'a provoqués ce « printemps Arabe » et proposeront des recommandations pouvant aider à améliorer la situation économique et financière dans toute la région.

Mars 2013

Non-Financial Disclosure and Value Creation through Consumer Satisfaction in France

Ahlem Najah

Finance department, ISG Gabès, RED (R.U.) University of Gabès, Gabès, Tunisia

Corresponding author: ahlem.najah@gmail.com

Anis Jarboui

Higher Institute of Administration of Sfax, Sfax, Tunisia

Abstract:

In this paper, we are interested in the impact of CSR and social reporting on consumer behavior and thus on the value creation. To enrich the literature and to better understand how CSR reputation can create value for the company, we empirically study the effect of social reporting on the ROS (Return on sales), the variation of turnover and Profit margin through the study of "responsible" behavior of consumers in France. Results show that there is a positive but not significant relationship between social reporting and the change in turnover and profit margins. But there was a significantly positive impact of non-financial disclosure on the return on sales.

Key Words: Social Reporting, Consumer behavior, Return on sales, Variation of turnover, Profit margin

I. The "ethical" behavior of consumers in France

According to the website Novethic [1] and the website "Mescoursespourlaplanète", Elisabeth Laville (2009) [2] certifies that "despite the crisis, the French are more likely to consume more "responsible" : 37 % say they buy organic food product, textile or cosmetics, 40 % say they encourage short circuits and local products, while the " do it by self " is favored by 90% of French . In 2009, organic beauty products sales jumped 40 %, while sales of food products "Max Havelaar" increased by 25 %."

According to Novethic, department stores have expanded sustainable consumption rays. Between 2005 and 2009, visual advertisements multiplied ecological argument by 5 according to reports from the authority of the advertising. On the same website, and according to director of consumer pole Florence Soyer, the (quality/price) ratio remains a priority for 75% of French consumers and despite the importance of environmental and Human rights subjects to the consumer, their financial constraints are their primary concern. According to the same reference, only 19% of French consumers consider respect for the environment as a priority. Going further in the explanation, Florence Soyer certifies that the purchase of a responsible product which is a habit to 26% of French may be due to individual health benefit rather than environmental benefit.

Concerning pressure techniques, Novethic shows that 77% of French are attracted by Boyoctt and are more sensitive to the social dimension of sustainable development, for example by making local purchases to encourage employment. Fabre (2003) reports the work of the ethical corporate values observatory [3] showing that the ethical dimension is not only a matter of interest micro-segments of customers but it is more or less the concern of all population groups, especially those who feel competent in the field.

In fact, Debos (2005) ensures, on the basis of the same results provided by the investigation of the ethical values of the companies the observatory, that 'ethical criteria' are perceived differently by consumers. Some like economizing energy and recyclability of products are also misunderstood and even neglected. The subjectivity of the evaluations is reinforced by the phenomena of media and companies communication themselves (eg. Leclerc was the first to communicate on ecological themes and had a good environmental score). Debos (2005) judge consumers today as Marketing "expert" who can decode the messages to make their choices and position as an actor more respectful of the environment and can assimilate the new trade and communication paradigms. The author also believes that the company must justify its ethical mission taking into account two important dimensions in terms of communication: communication of brand and corporate communication.

In France, there were fears that the crisis could slow the responsible consumption. But many studies [4] have come to show that this crisis has played the role of the accelerator for this type of use. According to Deloitte, between 2008 and 2009, consumers preferred sustainable products and they are more thoughtful and less compulsive when they buy products. They are comparing rationally prices. According to Cetelem, 60% of French say they buy recycled paper, 37 % buy organic products in food as well as textiles and hygiene beauty. Also 40% of French prefer local products and short circuits.

Building trust in a company is a long way, and losing it can have dramatic consequences for both the stock price on customer loyalty. Marketing connected to a cause, environmental and ethical labels and innovative new products may have an effect on long-term financing and increased sales (Tuppen, 2002). Based on this assumption, we will study in what follows the impact of CSR communication on the profitability of the company.

II. Impact of social reporting on value creating in big French companies (Via consumer satisfaction)

II.1 Hypotheses

Although some authors neglect that CSR has an effect on customers and their behavior, an important part of research in the field of CSR shows that it improves the performance of companies based on customer satisfaction, their loyalty and their attitude and ultimately sales increase (Mesarosch, 2005).

In fact, a key assumption in the work of Auger et al., (2008) predicted that consumers who receive more information on the nature and extent of the social features of the products and services of a company will be more likely make decisions based on ethical considerations. This work of Auger et al., (2008) shows that disclosure can influence the purchase intention of the consumer or at least may not adversely affects its opinion in choc period or media attack and this intention can be expressed by sales results and profit margins of the company. Roberts (1992) identifies a positive relationship between the level of profit and dissemination of social information. Creyer and Ross (1997) argue that the firm can benefit from a good CSR policy by reaching high incomes but in the case of unethical behavior, it can confront remarkable price cuts.

Xueming and Bhattacharya (2006) develop and test a conceptual framework, which provides that customer satisfaction partially affects the relationship between CSR and the market value of firms (using as a proxy for this value Tobin's Q and yields actions). They explain in their article that the capacity of firms (innovation capacity and product quality) moderate financial returns of CSR, and

that this relationship is materialized by moderate customer satisfaction. The authors note in particular that in companies with low innovation capacity, CSR can actually reduce the level of customer satisfaction, which affects the market value. Xueming and Bhattacharya (2006) show that CSR initiatives allow companies to build a base of satisfied customers, which in turn contribute positively to enhance the market value. They assume that consumer satisfaction mediates the relationship between CSR and market value. They try in their study to theorize explicitly this role and showing that build trusting relationships with consumers is part of the mechanism through which financial promises of CSR are capitalized.

In the empirical part, we will focus on the study of the effect of the policy choices of the company regarding disclosure of non-financial information on the profitability of large French companies through the following principal hypothesis:

CSR reporting has a positive impact on the profitability of the company

This hypothesis will be divided into three sub hypotheses to indicate the relationship of profitability with the impact of consumer behavior on the financial results of the socially responsible company. As stated by Auger et al., (2008) and Creyer and Ross (1997), CSR and non-financial communication can affect consumer behavior through changes in revenues and income from sales. From what has been advanced by these authors and others, we have to test both hypotheses as follow:

H 1: CSR reporting has a positive impact on the turnover variation

H 2: CSR reporting has a positive impact on Return on Sales (ROS)

Steel (2006) assumes that client involvement in the topic of CSR should naturally boost loyalty and sales. Dodes and Schechner (2009) believe that companies manufacturing and selling luxury goods also came in the game. They give the example of Louis Vuitton and its introduction of environmentally friendly products supporting environmental causes. In turn, this could encourage customers to buy luxury goods of this company with strong reputation. Sprinkle and Maines (2010, p 447) add that these efforts can also help luxury homes to reinvent their images, perhaps far from the blatant consumption to an understanding of how luxury goods might even be better for the environment (for example, they last longer). From these examples, we propose to test the following hypothesis:

H 3: CSR reporting has a positive impact on the profit margin

To test these hypotheses, we regress the social reporting and control variables on the variation of turnover in the model 1, Return on sales (ROS: Return on Sales) in the model 2 and the profit margin in the 3 model.

II.2 Methodology:

Panel data provide a robust technique for controlling unobserved heterogeneity and inherent perceptions of CSR observed by companies (Melo and Galan, 2011). Shapiro (1983) established a link between reputation and quality that explains: reputation in period t is equal to the quality recognized by consumers in period $t - 1$. To this evidence and based on the results of the work of Najah and Jarboui (2013) that had shown that social reporting takes time to have an impact on value creation in the company, we regress the social reporting and control variables in $t - 1$ on the dependent variable on t .

We use in this section the regression based on longitudinal data. So we first perform the Hausman test to select the template to use in the regressions model whether fixed or random effects. Once the model effect is determined, we make correlations and regressions needed to capture the impact of extra- financial disclosure on the dependent variables namely the variation of the turnover , Return on sales and the profit margin.

II.3 Variables

- **Dependent variables:**

The problem in theoretical studies of the reputation is the difficulty to find accurate measurements for it. A solution presented by Tsoutsoura (2004) was to find ways of measuring reputation and its impact on the value of the company as those developed for measuring the benefits of advertising campaigns.

Because of the lack of information on indicators of reputation and the recovery of consumer behavior, we will admit accounting proxies which can describe the choice of buying by customers (for example of variation of the turnover or revenues). This is calculated as follows:

$$\Delta R = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}}$$

For the enhancement of business performance in relation to its customers we decided to use the Return on Sales ratio (ROS : Return on Sales) . Several authors have used the return on sales to enhance the profitability of the company in relation to CSR (Waddock and Graves (1997), McGuire et

al., (1988), Griffin and Mahon (1997), Preston and O'Bannon (1997), Graves and Waddock (1999), Stanwick and Stanwick (1998), Ruf et al., (2001), Seifert et al., (2003)).

ROS is calculated as follows:

$$ROS_{i,t} = \frac{Net\ Income_{i,t}}{Sales_{i,t}}$$

For credibility, we use another variable measuring the success of the company to arbitrate between sales and costs i.e. profit. The latter is calculated as follows:

$$Profit\ Margin_{i,t} = \frac{Sales_{i,t} - Costs_{i,t}}{Sales_{i,t}}$$

- **Independent variable:**

In the regression models, social reporting is used as the main independent variable to show its impact on ROA and ROE and therefore on firm's financial performance. In fact, companies can communicate their CSR information using advertising, annual reports, public relations and their websites (Gray et al., 1995). As in the study conducted by McWilliams and Siegel (2000), our measure of corporate social responsibility is a dummy variable. This variable has a value of one if the firm publishes a social report and 0 if it does not. Also Schnietz and Epstein (2005) measured the CSR reputation by a dummy variable taking the value 1 if the firm is included in the index mutual fund Domini Social and 0 otherwise. Cardebat and Sirven (2010) used the same technique for the European context. Their approach was to observe the behavior of the company in respect to the social disclosure. According to the authors, it is possible to create a CSR dummy variable. The company which has an available report on www.corporateregister.com [5] in year t will take 1 point, 0 otherwise. Cardebat and Sirven (2010) explain their methodological option by the assumption of rationality, which states that the opportunity cost of not being in the world's largest website will be very high for a company that wants to improve its image concerning CSR.

- **Control variables:**

Size (TA): The size is measured by the natural logarithm of total consolidated assets. Firm size has a pretty clear effect on CSR. Cabagnols and Le Bas (2006) believe that small firms are engaged less intensively in environmental actions than large ones.

Age: In our study, the calculation of the company age is equal to the year of observation minus the year of creation. For Jean-Pierre Piotet, President of the reputation's Observatory, reputation is "primarily a heritage asset which requires a person or a firm, talent, labor and time. In France, the age of the company has a considerable influence on its reputation. The best rated firms have 130 years on average, and the lower-rated do not reach 70 years ... which is not sign of economic vitality!"

II.4 Models:

Models of this work are as follows:

Model 1: Impact of social reporting on the variation of turnover

$$\Delta CA = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 LogTA_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2: Impact of social reporting on the Return on Sales

$$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 LogTA_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Model 3: Impact of social reporting on profit margin

$$MB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 LogTA_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

II.5 Statistical Analysis

Table 1 - Hausman test, averages and standard deviations of variables

	Model 1	Model 2	Model 3
Chi2 for Hausman test-fixed x random effects.	5.77	8.67	22.86
(Prob > chi2)	(0.1234)	(0.0341)	(0.0000)
	Mean (Std. Dev.)		
Δ CA	.1197512		
	.9276247		
ROS		.0509055	
		.3648738	
MB			.4956766
			.2237147

CSR	.3229308 (.4677023)	.3229308 (.4677023)	.2562189 (.4366528)
Logta	5.953175 (.9288006)	5.953175 (.9288006)	5.938697 (.9294645)
Age	53.01244 (50.6531)	53.01244 (50.6531)	53.01244 (50.6531)

Table 1 shows the mean and standard deviations of variables in the model tested. It also shows the test results for the three Hausman models. The Hausman test results show that the model 1 is a random effects model ($p = 0.12 > 10\%$) while the two other models namely 2 and 3 (their p-value are 0.0341 and 0.0000 respectively) so we can consider them as fixed effects models.

II.6 Regression Analysis

- **Correlation Results**

Table 2 shows the correlations between variables of our three models. We can notice that the size and the age of the company are correlated positively and significantly with the social reporting (respectively 0.4185, 0.17). This result confirms that of literature. Cabagnols et Le Bas (2006) show that the age of the firm has a relationship with the social and environmental commitment of the company. The size and age are obviously correlated positively and significantly (0.2229). Return on sales (ROS) is positively but not significantly correlated with social reporting which may mean that there is no direct relationship between the disclosure of non-financial information and company's profitability.

Table 2 – Correlations Results

Variables	ΔCA	ROS	MB	REP	LogTA	Age
ΔCA	1.0000					
ROS	-0.0247	1.0000				
MB	-0.0365	0.0588	1.0000			
REP	-0.0367	0.0094	-0.0799	1.0000		
LogTA	-0.0637	0.0562	-0.1432	0.4185**	1.0000	
Age	-0.0146	-0.0139	-0.1502**	0.1700**	0.2229**	1.0000

N = 2010, ** correlations greater than 0.15 are at the threshold of 1%.

From Table 2, we can also notice that there is no correlation between the change in turnover margin and social reporting. This latter is strongly and positively correlated with the size and age which is consistent with the literature postulating that more firm is bigger and has more experience more it is interested to disclose non-financial information. Another idea assumes that this type of company knows more pressure from investors and other stakeholders to be more transparent. The size and age are also strongly and positively correlated.

- **Regression Results**

Regression panel data in this section includes the effects of year and industry. The results of R^2 appeared in the table 3 show that the explanatory variable (social reporting) and the control variables do not sufficiently explain the variation in turnover and ROS for models 1 and 2, but they explain well profit margin (0.8393) which shows that the 3 model is more accurate.

For the regression results of model 1, the t -statistic of social reporting (0.3) shows that there is a positive but not significant relationship between non-financial disclosure and the variation in turnover. As for the model 2, the t -statistic shows a positive and significant relationship between social reporting and return on sales (2.12). The same for the model 3, the regression result shows that social reporting positively affects the profit margin although it is not very significant (1.10).

Tableau 3: Regression Results

		Model 1	Model 2	Model 3
Nombre des observations		2010	2010	2010
Nombre d'entreprises		201	201	201
R-square		0.0134	0.1591	0.8393
F from regression		13.22***	4.02	5.17
(Prob> F)		(0.0000)	(0.0073)	0.0015
REP	Std. Coef.	.0081672	.0489284	.0087957
	T-statistic	0.30	2.12***	1.10

	p-values	0.761	0.034	0.271
Logta	Std. Coef.	-.0604701	-.0641558	.0522236
	T-statistic	-2.48***	-0.79	3.52***
	p-values	0.013	0.432	0.000
AGE	Std. Coef.	8.51e-06	.0113206	.000489
	T-statistic	0.03	2.80***	0.48
	p-values	0.975	0.005	0.632

(*** and ** represent significance levels of 1% and 5% and thresholds, respectively.)

In fact, the regression results for Model 2 support the hypothesis 2 which implies that the social reporting has a positive impact on the return on sales (ROS). The results of the other two models show the existence of a positive relationship which confirms the assumptions assumed but the non significance of these tests lead us to the question of the temporal effect. In fact, we can explain our results for the model 1 by the fact that consumers do not decide their purchasing choices by reading the social reporting related generally to the annual report which is interesting almost investors, analysts and practitioners as well as researchers. Previous research has shown that consumers are influenced by explicit communication through media and websites (mainly advertising).

Roberts and Bacon (1997) also show that consumers are more attracted to the information in the rays of the great spaces (malls) or on the product packaging. Roberts (1992) in a field study note that 57 % of Americans read the labels to see if products are secure, 57% seek information if the product or packaging is already recycled. Consumers are more likely to be charmed by the quality of the product or service already used (Beckman, 2007).

Webb et al., (2008) explain that social responsibility can be beneficial financially, when consumers use CSR as a purchase criterion, which can be observed in the balance sheets of these companies by increased Turnover and related ratios. They add that most companies managers' need more research results to convince them to adopt CSR - so they need hard evidence that there will be financial implications for this strategic choice. For the model 3, the result is more satisfactory than that of the model 1. In fact, observing the formula Profit Margin $[(\text{Sales} - \text{Cost}) / \text{Sales}]$ and by simple reasoning as follows, we can explain our empirical results: as the costs of materials in general are directly attributable to products, savings should be easily measurable [Sprinkle and Maines (2010, p 450)]. Diamond (2009) cites as an example the company Wal -Mart which saved over than \$ 26 million per

year in fuel costs and significantly reduced carbon dioxide emissions, using auxiliary power units to heat and cool truck cabs. Sprinkle and Maines (2010 , p 450) also believe that beyond tax deductions collected through donations, the State can provide tax credits to the company for its social responsibility and sustainability efforts . In addition, CSR efforts can lead to efficiency gains, cost savings in the value chain and benefits of employee motivation (reduced labor costs) and considerable benefits of development, production and after-sales service.

In fact, when costs decrease due to energy savings, tax reduction and sales increase through strong CSR communication and increasing belief of consumer in responsible product and CSR companies, the profit margin increases. Obviously, companies do not take expensive ethical positions without a customer base willing to grant benefits to firms satisfying their desires (Bhattacharya & Sen, 2004; Harrison, 2003). What we can also conclude through our three models is the temporal effect of social reporting because we use independent and control variables with one year lag. This conclusion is not surprising since in the literature on CSR, we always insist on the strategic long-term CSR policies including communication politics.

Conclusion

Through our empirical work, we tried to study the relationship between social reporting and accounting and financial variables based on sales (variation of turnover, return on sales and profit margin). This choice of variables was explained by the natural relationship between the act of consuming and the result that appears on the balance sheet namely the turnover which is only the aggregate of the total sales price. This study showed that there is a positive but not significant relationship between social reporting and the change in turnover and profit margins. But there was a significantly positive impact of non-financial disclosure on the return on sales. The results found confirm the hypotheses proposed and show the temporal effect of CSR communication.

Notes

[1] www.novethic.fr, a site that focuses on ethics, CSR and sustainable development in the world and especially in France.

[2] <http://www.mescoursespourlaplanete.com/medias/pdf/rapport2009.pdf>

[3] The observatory of ethical corporate values developed in 2003 by the International Research firm as a barometer for the general public

[4] Studies appearing on the French website «<http://www.mescoursespourlaplanete.com/>»

[5] www.corporateregister.com: The site has quickly become an essential source of information. Indeed, this site lived late 2006, nearly 13,000 non-financial reports from more than 3350 companies in 89 countries.

References

Auger P., Devinney T.M, Louviere J.J., Burke P.F., (2008), "Do social product features have value to consumers?", *Journal of Research in Marketing*, N°25, pp. 183–191.

Bhattacharya C. B., & Sen S., (2004), "Doing better at doing good: When, why, and how consumers respond to corporate social initiatives", *California Management Review*, Vol.47 (1), pp. 9-24.

Beckman S.C, (2007), « Consumers and Corporate Social Responsibility: Matching the Unmatchable? », *Australasian Marketing Journal*, Vol. 15, (1), pp. 27-36.

Cabagnols A., et Le Bas Ch., (2006), « Les déterminants du comportement de Responsabilité sociale de l'entreprise. Une analyse économétrique à partir de nouvelles données d'enquête », *Electronic Working Paper Series*, Groupe de recherche en Économie et Management des Organisations, n°5.

Cardebat J-M., et Cassagnard P., (2011), « La responsabilité sociale comme couverture du risque de réputation » dans Cahvy F., et Postel N., « La RSE : une nouvelle régulation du capitalisme », éditions du septentrion, collection « Capitalisme, éthique, Institutions ».

Chauvey J.N., et Giordano-Spring S., (2007), « L'hypothèse de la captation managériale du reporting sociétal : Une étude empirique des sociétés du SBF 120 », 28^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, « Comptabilité et Environnement ».

Creyer E.H., & Ross Jr., (1997), "The influence of firm behavior on purchase intention: do consumers really care about business ethics?", *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 14, pp. 421-432.

Debos F., (2005), "L'impact de la dimension éthique dans la stratégie de communication de l'entreprise: la nécessité d'une communication « responsable » ", *Communication et Organisation*, Vol. 26, pp. 92-103.

Diamond J., (2009), "Will big business save the earth?", *The New York Times*, p. C14. In Sprinkle et Maines (2010).

Dodes R., & Schechner S., (2009), "Luxury-goods makers brandish green credentials: To court younger crowd, LVMH buys stake in organic clothing maker, PPR sponsors film about environment", *The Wall Street Journal*, p. B8.

Fabre T., (2003), « Consommateur final et pratique « éthique » des entreprises ? », *La revue des marques*, N° 44, pp. 16-19.

Graves, S.B. et Waddock S.A., (1999), "A Look at the Financial-Social Performance Nexus when Quality of Management is Held Constant", *International Journal of Value-Based Management*, Vol. 12(1), pp. 87-99.

- Gray, R., Kouhy R. and Lavers S.,** (1995), "Corporate Social and Environmental Reporting: A Review of the Literature and a Longitudinal Study of UK Disclosure", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 8 (2).
- Griffin J.J., and Mahon J.F.,** (1997), "The Corporate Social Performance and corporate Financial Performance Debate", *Business and Society*, Vol.36 (1), pp. 5-31.
- Harrison R.,** (2003), "Corporate social responsibility and the consumer movement", *Consumer Policy Review*, Vol.13 (4), pp. 127-131.
- McGuire, J.B., A. Sundgren et Schneeweis T.,** (1988), "Corporate Social Responsibility and firm Financial Performance", *Academy of management journal*, Vol.31 (4), pp. 854-872.
- McWilliams A., Siegel D.,** (2000), "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?" *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 603–609.
- Melo, T. and Galan, J. I.,** (2011). "Effects of corporate social responsibility on brand value", *Journal of Brand Management*, vol. 18, no. 6, pp. 423-437.
- Mesarosch H.,** (2005), "Corporate Social Responsibility And Its Effects On Customer Behavior", Master Thesis, Faculty of Economics and Business Administration, i526096.
- Preston Lee E.,** (1978a), "Corporate social performance and policy: a synthetic framework for research and analysis". In Lee E. Preston, *Research in corporate social performance and policy*, Greenwich, CT: JAI.
- Roberts R.,** (1992), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 17(6), pp. 595-612.
- Roberts J.A and Bacon D.R,** (1997), « Exploring the Subtle Relationships between Environmental Concern and Ecologically Conscious Consumer Behavior », *Journal of Business Research*, Vol. 40, pp. 79–89.
- Ruf B.M., Muralidhar K., Brown R.M., Janney J.J., and Paul K.** (2001), "An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective", *Journal of Business Ethics*, Vol.32 (2), July, pp. 143-156.
- Schnietz, K.E. and Epstein, M.J.** (2005), "Exploring the Financial Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility during a Crisis", *Corporate Reputation Review*, Vol. 7 (4), pp. 327-345.
- Seifert, B., Morris S.A. et Bartkus B.R.,** (2003), "Comparing Big Givers and Small Givers : Financial Correlates of Corporate Philanthropy", *Journal of Business Ethics*, July, Vol.54 (3), pp. 195-211.
- Shapiro C.,** (1983), "Premiums for high quality products as returns to reputation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, no. 4, pp. 659-80.
- Sprinkle G. B., and Maines L. A.,** (2010), "The benefits and costs of corporate social responsibility", *Business Horizons*, Vol. 53, pp. 445-453.

Stanwick P., and Stanwick S.D., (1998), "The relationship between corporate social performance and organizational size", *Journal of Business Ethics*; Vol.17 (2), pp. 195-204.

Steel E., (2006), "Novel program blends charity and marketing", *The Wall Street Journal*, p. B1.

Tsoutsoura M., (2004), Corporate social responsibility and financial performance, Haas School of Business, Applied Financial Project, University of California, Berkeley.

Tuppen Ch., (2002), « La Satisfaction clients passe par l'éthique des entreprises », *Expansion Management revue*, N° 107, Décembre, pp. 27-30.

Waddock, S. et Graves S.B., (1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance link", *Strategic Management Journal*, Vol.18 (4), pp. 303-319.

Webb D.J, Mohr L.A., et Harris K.E., (2008), "A re-examination of socially responsible consumption and its measurement", *Journal of Business Research*, Vol (61), pp. 91–98.

Xueming Luo and Bhattacharya C.B., (2006), "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value", *Journal of Marketing*, Vol. 70 (4), pp. 1-18.

Analyse empirique des facteurs influençant l'adoption de l'e-banking par les petites entreprises tunisiennes

Saïd ETTIS

Maître-Assistant en Sciences de Gestion, Université de Gabès, ISG, Gabes, Tunisie, E-mail : said.ettis@gmail.com



Résumé

Les banques tunisiennes mettent à la disposition de leurs clients un ensemble des services bancaires électroniques. Si les recherches ayant étudié les antécédents de l'adoption de l'e-banking par les clients particuliers sont assez nombreuses, peu est connu sur les prédispositions des entreprises tunisiennes à intégrer l'e-banking comme une procédure fiable leur permettant de gérer les différentes opérations financières. L'objectif de cette recherche est d'expliquer dans quelle mesure les intentions d'utilisation régulière de l'e-banking par les responsables des petites entreprises tunisiennes sont déterminées par la sécurité, la qualité de service, les valeurs et la confiance. La collecte des données est effectuée par un questionnaire remplis par les responsables financiers ou chefs de 104 petites entreprises tunisiennes. L'analyse des données par la méthode PLS montrent un effet significatif et positif de la confiance sur les intentions d'utilisation régulière de l'e-banking. La confiance est déterminée par les valeurs fonctionnelles de l'e-banking. Les valeurs fonctionnelles et les valeurs monétaires sont expliquées par la qualité des services et la sécurité. Les implications managériales et théoriques de ces résultats ainsi que les voies futures de recherche sont examinées.

Mots Clés : E-banking, Sécurité, Qualité service, Valeurs, Confiance, Intentions.

Abstract

Tunisian banks offer to their customers several electronic banking services. Many previous studies investigated the e-banking services adoption among personal consumers. However, to date, the issue of the adoption of e-banking services by business consumers has been rather scarcely investigated. More specifically, little is known about Tunisian companies' predispositions to integrate e-banking as a reliable method allowing the management of different financial operations. In this research, we investigate the antecedents of regular use of e-banking by the managers of small Tunisian companies. Our study addresses companies' security, service quality, value, and trust toward the behavioral intentions of using e-banking. Results validate the role of trust as encouraging the intentions of e-banking's regular use. Trust is determined by the functional values of the e-banking services. The perceived quality of services and security contribute to the monetary and functional values of e-banking. Managerial and theoretical implications of these findings and future research avenues are discussed.

Keywords: E-banking, Security, Service quality, Value, Trust, Behavioral intentions.

Introduction

L'e-banking est l'ensemble des services bancaires délivrés au client via des interfaces électroniques (Zolait, 2010 ; Polasik et Wisniewski, 2009). L'accès aux services s'effectue depuis un Guichet Automatique de Banque (GAB), via un ordinateur, par téléphone portable, ou grâce aux smartphones. L'e-banking permet aux clients de se procurer d'une variété de services comme la consultation du solde et des opérations, la demande de documents financiers, le transfert d'argent de compte à compte, la réalisation des virements, le paiement des factures, la simulation des crédits et la gestion de portefeuille de titres. Ainsi, l'accès à l'ensemble de services bancaires est rapide, précis, commode et en temps opportun (Karjaluo *et al.*, 2002).

La question de l'adoption de l'e-banking par les consommateurs particuliers a été largement étudié dans la littérature (Sayar et Wolfe, 2007 ; Eriksson, Kerem et Nilsson, 2005 ; Wang, Wang, Lin et Tang, 2003). Les recherches ont examiné une panoplie large de facteurs comme l'utilité perçue (Wessels et Drennan, 2010), la facilité perçue d'utilisation (Wessels et Drennan, 2010), le risque perçu (Lee, 2009) et les attitudes (Dabholkar et Bagozzi, 2002). Toutefois, malgré la diffusion de l'e-banking, les investigations empiriques examinant l'adoption de l'e-banking par les entreprises sont rares. Peu est connu sur comment les managers des entreprises utilisent, perçoivent et évaluent les services bancaires électroniquement délivrés.

Aujourd'hui, les entreprises peuvent effectuer toutes leurs opérations bancaires par voie électronique. Le dirigeant de l'entreprise ou son responsable financier peut gérer les flux de débit (comme les avis de domiciliation, les avis de prélèvement à régler et les avis d'impayés) et les flux de crédit (les chèques, les lettres de change, les billets à ordre, les prélèvements encaissés et les virements reçus) (Mourlot, 2011). Le canal électronique permet aussi de transmettre aux banques toutes sortes d'instructions. Il est possible par exemple de déclencher à distance le paiement des salaires (par virement), le règlement de fournisseurs, l'encaissement de créances clients et le rééquilibrage de la trésorerie (Mourlot, 2011). Ainsi, l'adoption de l'e-banking par les entreprises facilite la gestion des comptes, réduit sensiblement les coûts de gestion de l'ensemble de leurs opérations bancaires, permet de gagner du temps, génère des gains de productivité et renforce la relation avec la banque. L'e-banking permet en outre la sécurisation des opérations en supprimant la circulation de papiers et en réduisant le risque de perte de données (Mourlot, 2011). De ce fait, l'e-banking offre aux entreprises, même les TPE ou les PME, des avantages incommensurables. D'où l'importance pour les banques de comprendre et de maîtriser le processus d'adoption de ces services par les entreprises.

La présente recherche s'inscrit dans ce cadre et se propose de contribuer à combler le manque de recherches, surtout empiriques, sur l'e-banking dans le contexte *Business-to-Business*. Cette recherche sera également l'occasion de valider des liens théoriques peu étudiés ou jusqu'alors supposés. Elle permettra en outre de tirer des implications managériales quant à la manière de concevoir les services bancaires orientés aux entreprises.

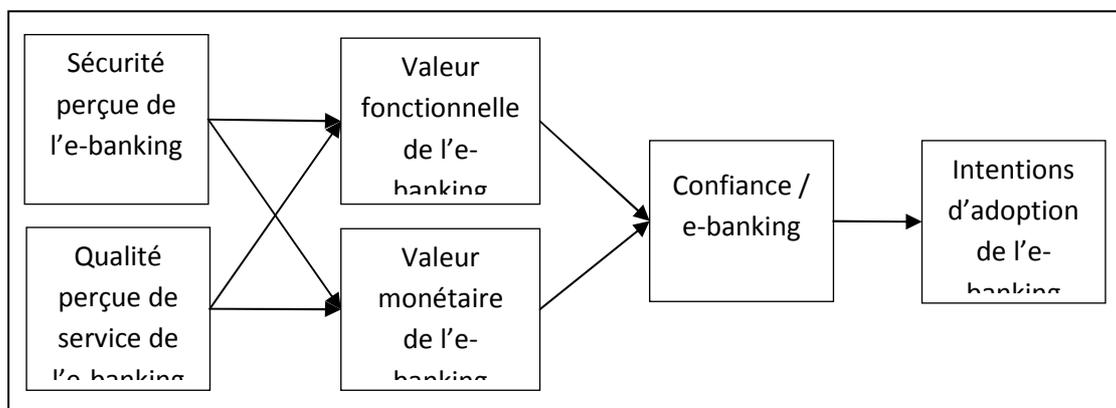
Ce papier présentera, dans ce qui suit, le cadre d'analyse théorique, le modèle conceptuel et les hypothèses de recherche. La méthodologie, les résultats et la discussion seront ensuite développés. Enfin, le papier exposera les implications, les limites et les voies futures de recherche.

Cadre d'analyse théorique de la recherche

Un nombre de recherches examinant l'adoption de l'e-banking par les consommateurs particuliers se fondent sur le modèle TAM d'acceptation des technologies (Davis *et al.*, 1989), sur la théorie TRA de l'action raisonnée (Fishbein et Ajzen, 1975) ou sur la théorie TBE du comportement planifié (Ajzen, 1985). En adaptant ces modèles, ces recherches tentent de comprendre les intentions d'utilisation de l'e-banking et leurs antécédents. Toutefois, ces modèles semblent plutôt adaptés à un contexte *Business-to-Consumer*. Dans cette recherche, nous tenterons d'expliquer l'intention d'utilisation de l'e-banking par les petites entreprises en se fondant sur le concept de confiance et de la valeur. Ces concepts nous semblent plus pertinents pour le contexte *Business-to-Business*. La confiance est cruciale pour toute entreprise dans ses relations avec ses partenaires, notamment les banques. Il sera ainsi un critère d'évaluation important à leurs yeux au moment de choix des services bancaires. Un autre attribut important pour les entreprises est la valeur que ces services pourront lui procurer.

Nous supposons que les caractéristiques perçues de l'e-banking en termes de sécurité et de qualité déterminent en partie la valeur de ces services aux yeux des responsables des entreprises. Cette valeur sera essentielle quant à son effet sur la confiance accordée à ces services. Selon son niveau de confiance, l'entreprise adoptera ou ne pas adopter l'e-banking. Les facteurs étudiés dans le cadre de cette recherche ainsi que leurs interrelations sont présentés dans la figure 1 qui suit.

Figure 1. Modèle conceptuel de la recherche



La valeur perçue de l'e-banking

Dans la littérature, la valeur est étudiée selon deux perspectives. Une première perspective traite la valeur comme un jugement global entre l'utilité perçue et les coûts ou sacrifices perçus pour se procurer du produit (Zeithaml, 1988 ; Grewal, Monroe et Krishnan, 1998). La seconde perspective est plus analytique. Elle considère que la valeur est délivrée par l'expérience d'utilisation. Elle est une préférence relative caractérisant l'expérience d'un individu en interaction avec un objet (Holbrook et Corfman, 1985). Cette perspective a conduit à identifier des typologies de valeurs.

Sweeney et Soutar (2001) proposent une typologie en quatre types de bénéfices : valeur fonctionnelle, valeur monétaire, valeur émotionnelle et valeur sociale. La présente recherche se fonde sur cette taxonomie de valeurs afin d'étudier l'adoption des services de l'e-banking. Toutefois,

nous retenons uniquement la valeur monétaire et la valeur fonctionnelle. Les deux autres catégories de valeurs semblent peu adaptées aux entreprises. Bien que développée afin de capturer la valeur perçue par le consommateur, la typologie de Sweeney et Soutar (2001) nous semble utilisable pour examiner la perception de la valeur tirée de l'e-banking puisque nous étudions la perception des responsables des petites entreprises.

La valeur fonctionnelle est l'utilité dérivée de la performance attendue de l'objet (Sweeney et Soutar, 2001). Quand ce rôle utilitaire correspondent aux attentes du client, le produit ou service sera perçu utile et aura une valeur fonctionnelle. Les services de banque en ligne détiennent une valeur fonctionnelle du fait de la présence d'attributs fonctionnels comme la consultation des informations bancaires, la réalisation des virements ou la prise de rendez-vous.

La valeur monétaire est relative à l'utilité des services étant donné le prix payé (Sweeney et Soutar, 2001 ; Monroe, 1990 ; Cravens, Holland, Lamb et Moncrieff, 1988 ; Yang et Jolly, 2009). Pour la plupart des banques, l'utilisation des services de l'e-banking est conditionnée par le paiement des frais. Ainsi, le consommateur évalue les bénéfices procurés par ces services en comparaison à leurs coûts.

La sécurité et son impact sur la valeur perçue

La perception de la sécurité est la probabilité avec laquelle un consommateur croit que ses informations privées ne vont pas être vu, emmagasinées et manipulés durant le transfert et le stockage des données, par des parties inappropriées d'une manière inconsistante (Pavlou, 2001). Dans le contexte de l'e-banking, les menaces peuvent être fait à travers, les attaques aux transactions des données et au système ou à travers l'accès non autorisé au compte par une authentification fausse.

Les utilisateurs ont besoin de se sentir en sécurité lorsqu'ils conduisent des transactions financières. Une perception de sécurité des services de l'e-banking conduisent le chef de l'entreprise ou son responsable financier à valoriser ces services. La sécurité améliore la valeur à travers les bénéfices perçus. Plus les services sont sécurisés plus les bénéfices fonctionnelles seront importantes. Elle lui permet l'accomplissement des opérations bancaires sans risque, réduit ainsi ses coûts psychologiques et améliore son efficacité. De même, si les services bancaires sont sécurisés, ceux-ci seront valorisés étant donné leur prix. Notre première hypothèse se présente donc comme suit :

H.1. La sécurité perçue des services de l'e-banking agit positivement sur :

- ***H.1.1. leur valeur fonctionnelle***
- ***H.1.2. leur valeur monétaire***

La qualité perçue de service et son impact sur la valeur perçue

La qualité perçue de service fait référence au jugement de l'excellence de prestataire du service (Parasuraman *et al.*, 1988). Cette excellence est évaluée par le consommateur en confrontant ses attentes en matière de services à la performance effective de ces services (Parasuraman *et al.*,

1988). Un nombre de recherches ont affirmé l'existence d'une relation positive entre la qualité perçue des services et la valeur perçue (Gurviez, 1999 ; Gurviez et Korchia, 2002). Suite à ces auteurs nous postulons que la qualité perçue des services de l'e-banking agit positivement sur la valeur perçue de ces services. D'où l'hypothèse suivante :

H.2. *La qualité perçue des services de l'e-banking agit positivement sur :*

- **H.2.1.** *leur valeur fonctionnelle*
- **H.2.2.** *leur valeur monétaire*

Impact de la valeur perçue sur la confiance vis-à-vis l'e-banking

La confiance a été définie de plusieurs manières. Gurviez et Korchia (2002, p.7) définissent la confiance comme « une variable psychologique qui reflète un ensemble de présomptions accumulées quant à la crédibilité, à l'intégrité et à la bienveillance que le consommateur attribue à la marque ». Mayer *et al.* (1995) la définissent comme étant la volonté d'une partie d'être vulnérable aux actions d'une autre partie en vue d'accomplir une transaction bénéfique pour les deux parties.

Suite à Gharbi et Suissi (2003) nous postulons un impact positif de la valeur perçue sur la confiance perçue dans les services de l'e-banking. Si le consommateur valorise ces services, il aura tendance à en avoir confiance. Notre deuxième hypothèse est donc la suivante :

H.3. *La valeur fonctionnelle perçue (H.3.1) et la valeur monétaire perçue (H.3.2) des services de l'e-banking influencent positivement la confiance des chefs d'entreprises (ou leurs responsables financiers) dans ces services*

Impact de la confiance sur les intentions d'adoption de l'e-banking

Dans cette recherche, nous étudions les intentions d'adoption de l'e-banking en mesurant les intentions des petites entreprises à utiliser régulièrement l'e-banking. Ces intentions peuvent être définies comme le désir, le souhait, la détermination ou la volonté d'utiliser régulièrement les services offerts par la banque en ligne (Triandis, 1979 ; Limayem et Rowe, 2006).

Si les services de l'e-banking sont jugés dignes de confiance par les entreprises, les responsables de celle-ci auront tendance à s'approprier ces services. Ils seront prédisposés à utiliser régulièrement ces services jugés rassurants.

H.4. *La confiance dans les services de l'e-banking agit positivement sur l'intention d'utilisation régulière de ces services par les chefs d'entreprises (ou leurs responsables financiers)*

Méthodologie de la recherche

Collecte des données

La collecte des données a été réalisée à l'aide d'un questionnaire administré en face à face auprès de chefs des petites entreprises ou de leurs responsables financiers. Les chercheurs et les praticiens ainsi que les institutions financières divergent quant à leur définition d'une petite

entreprise. Dans cette recherche, nous considérant que les petites entreprises emploient moins de 20 salariés. L'administration du questionnaire a été réalisée dans les bureaux de ces responsables. Des rendez-vous ont été sollicités par avance. Le questionnaire comporte les différentes échelles de mesure des construits de l'étude.

Mesure des variables du modèle

Pour mesurer les construits du modèle, nous avons utilisé des échelles de mesure provenant de la littérature. Les échelles ont été sélectionnées en fonction de leurs propriétés psychométriques. Le nombre d'items mesurant chaque construit a été aussi pris en compte lors du choix des échelles. Un équilibre entre beaucoup d'items et peu d'items a été observé.

Les valeurs perçues ont été mesurées avec l'échelle de Sweeney et Soutar (2001). Elle est une échelle fiable, considérée comme l'une des références par plusieurs auteurs (Gharbi et Suissi, 2003 ; Walsh, Kilian et Buxel, 2008 ; Yang et Jolly, 2009). La confiance a été mesurée par l'échelle de Bart *et al.* (2005). La sécurité perçue de l'e-banking a été mesurée par l'échelle de Mäenpää *et al.* (2008). La qualité perçue des services de l'e-banking a été évaluée par des items issus des échelles de Jun et Cai (2001) et Yang *et al.* (2004). L'intention d'utilisation régulière de l'e-banking a été mesurée par l'échelle de Cheng *et al.* (2006). Pour l'ensemble de ces échelles, les répondants sont invités à indiquer leur niveau d'accord sur une échelle de type Likert à cinq points (de 1 pas de tout d'accord jusqu'à 7 tout à fait d'accord).

Résultats et discussion

Echantillon

La collecte des données a été menée auprès d'un échantillon de 106 entreprises. 41.5 % étaient des très petites entreprises avec moins de 5 salariés. Dans 32.1 % de cas le questionnaire a été administré par le chef de l'entreprise et dans 67.9 % de cas par un responsable s'occupant entre autre de la finance. 90 % des responsables ont au moins un niveau d'éducation de Bac + 3. L'échantillon se compose de 40 % de femmes et de 60 % d'hommes. La catégorie d'âge la plus représenté dans l'échantillon est de 25 à 45 ans soit 77 %. Les entreprises appartiennent à des secteurs d'activité variés, notamment le commerce, les bâtiments et travaux publics et la restauration.

Analyse psychométrique des échelles et test des hypothèses

L'analyse des données a été effectuée par une modélisation PLS. Ce choix se justifie par la nature exploratoire de notre modèle de recherche. Le nombre d'observations est aussi relativement faible. La forme réflexive est retenue pour toutes les échelles. Une analyse Bootstrap (5,000 itérations) a été réalisée afin de décider de la signification statistique des relations du modèle.

Les résultats montrent que tous les indicateurs sont correctement associées leurs variables latentes puisque leurs coefficients factoriels dépassent le seuil de 0.70 comme le montre le modèle de mesure de la figure 2. Ils sont tous significatifs et la Variance Moyenne Extraite (*Average Variance Extracted*) est supérieur à 0.50 pour tous les construits. La validité convergente est donc satisfaisante. Il est de même pour la reliabilité composite qui dépasse le seuil de 0.70 et les

communalités qui dépassent le 0.50 (Hair *et al.*, 2010). L'alpha de Cronbach est aussi acceptable dépassant le 0.60 pour tous les construits (Nunnally, 1967).

Tableau 1. Les indicateurs de fiabilité et de validité

	<i>AVE</i>	<i>Reliabilité Composite</i>	<i>Alpha de Cronbach</i>	<i>Communalités</i>
Confiance	0,74	0,92	0,88	0,74
Intentions	0,70	0,82	0,60	0,70
Qualité services	0,71	0,83	0,60	0,71
Sécurité	0,71	0,88	0,82	0,71
Valeur fonctionnelle	0,65	0,90	0,86	0,65
Valeur monétaire	0,60	0,88	0,83	0,60

Le tableau 2 permet d'apprécier la validité discriminante des construits. La racine carrée de la Variance Moyenne Extraite de chaque variable endogène est supérieure à son coefficient de corrélation avec les autres construits. Ce qui confirme la validité discriminante de tous les construits (Fornell et Larcker, 1981).

Tableau 2 - Validité discriminante des construits

	Confiance	Intentions	Qualité de services	Sécurité	Valeur fonctionnelle	Valeur monétaire
Confiance	0,86					
Intentions	0,41	0,84				
Qualité services	0,06	-0,02	0,84			
Sécurité	0,73	0,23	0,03	0,84		
Valeur fonctionnelle	0,40	0,33	0,22	0,34	0,81	
Valeur monétaire	0,30	-0,08	0,27	0,36	0,40	0,77

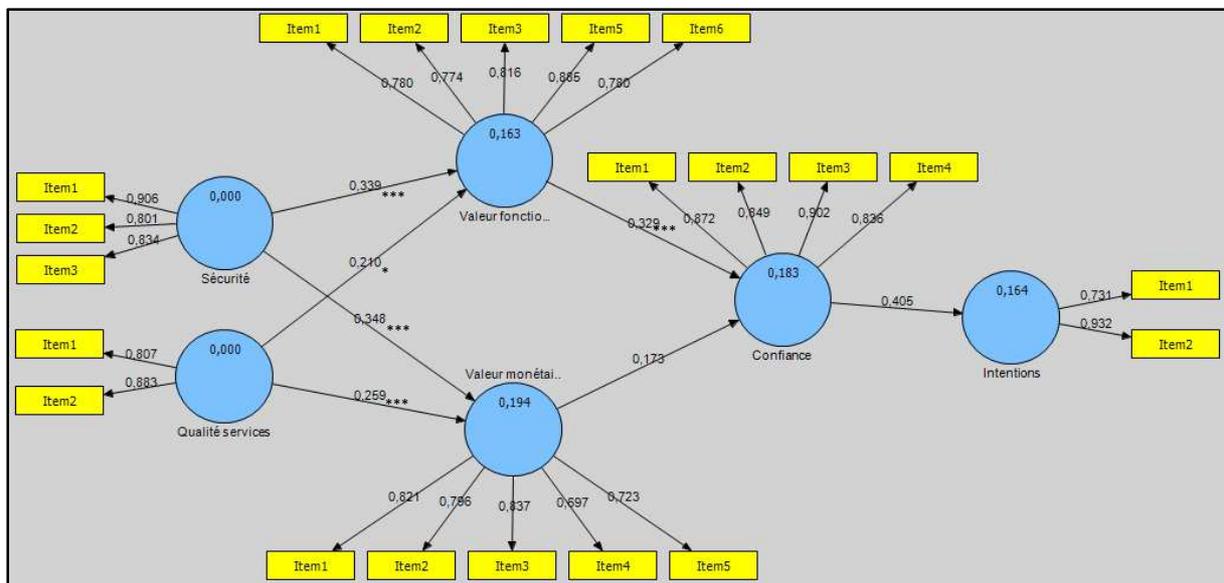
Note : Les valeurs sur la diagonale sont la racine carrée de la Variance Moyenne Extraite.

Le modèle structurel complet (Figure 2) indique les coefficients structurels des liens ainsi que le carré des corrélations multiples (R^2) des variables endogènes. Le coefficient structurel de l'effet de la sécurité sur les valeurs fonctionnelles est égal à 0.339 ($t = 3.718$, $p < 0.01$) et sur les valeurs monétaires est égal à 0.348 ($t = 3.492$, $p < 0.01$). L'effet est significatif et positif. Il convient donc de confirmer les hypothèses H.1.1 et H.1.2. De même, la qualité perçue des services de l'e-banking agit positivement sur les valeurs fonctionnelles, avec un coefficient structurel égal à 0.210 ($t = 1.642$, $p < 0.1$) et sur les valeurs monétaires, avec un coefficient structurel égal à 0.259 ($t = 3.441$, $p < 0.01$). Ceci nous amène à accepter les hypothèses H.2.1 et H.2.2. La sécurité et la qualité perçue des services

expliquent 16.3 % de la variance des valeurs fonctionnelles ($R^2 = 0.163$) et 19.4 % de la variance des valeurs monétaires ($R^2 = 0.194$).

Les résultats montrent également que la confiance envers l'e-banking est déterminée par la valeur fonctionnelle, mais pas par la valeur monétaire. L'effet de la valeur fonctionnelle est positif avec un coefficient structurel égal à 0.329 ($t = 3.118$, $p < 0.01$). Le coefficient structurel de la valeur monétaire est égal à 0.173 ($t = 1.399$). Ceci nous amène à accepter l'hypothèse H.3.1 et rejeter l'hypothèse H.3.2. Les valeurs fonctionnelles expliquent 18.3 % de la variance de la confiance ($R^2 = 0.183$).

Finalement, les résultats confirment que la confiance dans les services de l'e-banking agit positivement sur l'intention d'utilisation régulière de ces services. Le coefficient structurel associé à cette relation est significatif et positif avec une valeur égale à 0.405 ($t = 5.327$, $p < 0.01$). La dernière hypothèse H.4 est alors acceptée. La confiance explique 16.4 % de la variance des intentions d'utilisation régulière de l'e-banking ($R^2 = 0.164$).



*** : $p < 0.01$; ** : $p < 0.05$; * : $p < 0.10$

Figure 2. Le modèle structurel

Conclusion

Les résultats montrent que la sécurité et de la qualité des services ont un impact positif sur les valeurs fonctionnelles et monétaires des services de l'e-banking. Les valeurs fonctionnelles semblent déterminantes quant à leur effet sur la confiance. Cette dernière conduit à l'adoption de l'e-banking. L'impact significatif et positif de ces variables montre leur importance dans l'e-banking destiné aux entreprises.

A la lumière de ce résultat, les banques doivent développer des systèmes bancaires sécurisés en garantissant des niveaux élevés de protection. La confiance est un point central dans les transactions (Moorman, Zaltman et Deshpande, 1992; Sultan et Mooraj, 2001 ; Warrington, Abgrab

et Caldwell, 2000) notamment lorsqu'il s'agit de l'e-banking (Suh et Han, 2002). Les banques doivent éliminer n'importe quelle menace à la sécurité et protéger les utilisateurs des risques de fraude ou de piratage d'une manière proactive et continue. La sécurité peut être garantie par une codification adéquate de l'information, des signatures digitales, et des messages cryptés (Bhimani, 1996), ou encore par l'utilisation des mots de passe changeables non statiques et par la limitation des transactions quotidiennes (Polasik et Wisniewski, 2009).

La qualité des services de l'e-banking est aussi déterminante en termes de création de la valeur aux yeux des petites entreprises. Les responsables des banques seront donc amenés à proposer des solutions utiles, fiables et créatives en mesure de créer de la valeur. De ce fait, il est primordial pour une banque de prendre soin tout d'abord de la qualité de l'interface de son site d'e-banking. Celle-ci doit être ergonomique, intuitive, interactive et personnalisable. Les services proposés doivent ensuite correspondre aux besoins spécifiques des entreprises. A cet égard, les banques doivent offrir un packaging de services destiné spécifiquement aux entreprises et différent de celui offert aux clients particuliers.

Informar les entreprises régulièrement sur les objectifs de la banque en termes de sécurité et sur les nouveaux services offerts peut être vital pour établir une relation durable et efficace entre les deux partenaires. Ceci fournira aux entreprises un niveau élevé de confiance et les encouragera à continuer à utiliser d'avantage ces services.

Toutefois, avant de se pencher sur une stratégie de création de valeur à travers la sécurisation, la diversification et la réhabilitation des services de l'e-banking, les banques, à notre sens, doivent avant tout déployer un effort considérable de communication afin de faire connaître ces services auprès des entreprises. Une proportion importante de petites entreprises interrogées lors de la collecte des données de la présente recherche n'est même pas au courant de l'existence de ces services. Les banques tunisiennes doivent donc envisager cet effort communicationnel comme un investissement et non comme des charges d'exploitation. Les nouveaux outils du marketing direct, notamment l'e-mail marketing ainsi que les plus anciens comme le publipostage, le fax et le phoning, sont à privilégier.

Les résultats de cette recherche doivent être relativisés par rapport à certaines limites. La taille faible de l'échantillon et le fait de n'interroger que les petites entreprises peuvent affecter la validité externe des résultats. Les résultats auraient été plus pertinents si un échantillon plus large et plus caractéristique de la clientèle entreprise des banques avait été utilisé.

Les prolongements de cette recherche sont nombreux. D'abord, une multitude des voies de recherche réside dans le nombre important de variables dépendantes qui peut être pris en considération. Il est intéressant par exemple d'étudier les effets des valeurs sur la satisfaction vis-à-vis de l'e-banking. Il est souhaitable par ailleurs, d'étudier les antécédents et les conséquences de la valeur perçue de l'e-banking dans le marché *Business to Business* en intégrant toutes les catégories d'entreprises. Et de voir si un différentiel de comportement peut exister selon leur taille. Enfin, une approche qualitative est toujours envisageable. Des *focus groups* ou la méthode Delphi seront certainement d'un apport considérable afin d'explorer en profondeur les motivations et les freins à l'adoption de l'e-banking par les entreprises.

Références

- AJZEN, I. (1985), From intentions to actions: A theory of planned behavior. In J. Kuhl & J. Beckmann (Eds.), *Action control: From cognition to behavior* (pp. 11-39). Heidelberg:Springer.
- BART Y., V. SHANKAR, F. SULTAN et G. URBAN (2005), Are the drivers and role of online trust the same for all web sites and consumers? A large-scale exploratory empirical study, *Journal of Marketing*, 69, pp. 133–152.
- BHIMANI, A. (1996), Securing the commercial internet, *Communications of the ACM*. 39, 6, 29-35.
- CHENG T. C. E., LAM D. Y. C. et YEUNG A. C. L. (2006), Adoption of internet banking: An empirical study in Hong Kong, *Decision Support Systems*, 42, 1558-1572.
- CRAVENS, D. W., HOLLAND, C. W., LAMB, C. W. J., et MONCRIEFF, W. C. (1988), Marketing's Role in Product and Service Quality, *Industrial Marketing Management*, 17, 285-304.
- DABHOLKAR, P.A. et BAGOZZI, R.P (2002), An Attitudinal Model of Technology-Based Self-Service: Moderating Effects of Consumer Traits and Situational Factors. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 30, 3, 184-201.
- DAVIS, F.D., BAGOZZI, R.P. et WARSHAW, P.R. (1989), User acceptance of computer technology: a comparison of two theoretical models, *Management Science*, 35, 8,982–1003.
- ERIKSSON, K., KEREM, K. et NILSSON, D. (2005), Customer acceptance of internet banking in Estonia *International Journal of Bank Marketing*, 23, 2, 200-216.
- FISHBEIN, M. et AJZEN, I (1975), *Belief, Attitude, Intention, and Behavior: An Introduction to Theory and Research*, Addison-Wesley, Reading, MA.
- FORNELL, C. et LARCKER, D.F. (1981), Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error, *Journal of Marketing Research*, Vol. 18 No. 1, pp. 39-51.
- GHARBI, J.E. et SUISSI, S. (2003), Le rôle médiateur de la confiance entre la valeur perçue et l'attitude d'achat par Internet, *8^e Colloque de l'Association Information Management*, Grenoble.
- GREWAL, D., MONROE, K. et KRISHNAN, R. (1998), The effects of price-comparison advertising on buyers' perceptions of acquisition value, transaction value and behavioural intentions, *Journal of Marketing*, 62, 46-59.
- GURVIEZ, P. et KORCHIA, M. (2002), Proposition d'une échelle de mesure multidimensionnelle de la confiance dans la marque, *Recherche et Applications en Marketing*, Vol. 17, No 3, pp. 41-62.
- GURVIEZ, P. (1999), La confiance comme variable explicative du comportement du consommateur : proposition et validation empirique d'un modèle de la relation à la marque intégrant la confiance, *Actes du Congrès International de l'Association Française de Marketing*, Vol. 15, J.-C Usinier et P. Hetzel (Eds), Université Louis Pasteur, Stratsbourg, pp.301-326.

- HAIR, J., BLACK, W., BABIN, B., et ANDERSON, R. (2010), *Multivariate data analysis*, (7th ed.): Prentice-Hall, Inc. Upper Saddle River, NJ, USA
- HOLBROOK, M.B. et CORFMAN, K.P (1985), Quality And Value In The Consumption Experience: Phaedrus Rides Again, *In: Perceived Quality: How Consumers View Stores And Merchandise*, Jacob J. et Olson J.C., Eds., Lexington, 31-57.
- JUN, M. et CAI, S. (2001), The key determinants of internet banking service quality: a content analysis, *The International Journal of Banking Marketing*, Vol. 19 No. 7, pp. 276-91.
- KARJALUOTO, H., MATTILA, M. et PENTO, T. (2002), Factors underlying attitude formation towards online banking in Finland, *International Journal of Bank Marketing*, 20, 6, 261-272.
- LEE, M.-C. (2009), Factors influencing the adoption of internet banking: An integration of TAM and TPB with perceived risk and perceived benefit, *Electronic Commerce Research and Applications*, 8, 130-141.
- LIMAYEM, M. et ROWE, F. (2006), Comparaison des facteurs influençant les intentions d'achat à partir du Web à Hong Kong et en France : influence sociale, risques et aversion pour la perte de contact, *Revue Française du Marketing*, 209, 25-48.
- MÄENPÄÄ, K., KALEB, S.H., KUUSELAA, H. et MESIRANTA, N. (2008), Consumer perceptions of Internet banking in Finland: The moderating role of familiarity, *Journal of Retailing and Consumer Services*, 15, 266-276.
- MAYER, R. C., DAVIS, J. H., et SCHOORMAN, F. D. (1995), An integrative model of organizational trust, *Academy of Management Review*, 20(3), 709-734.
- MONROE, K.B. (1990), *Pricing: Making Profitable Decisions*, (2nd ed.), McGraw-Hill Inc., New York, NY.
- MOORMAN, C., ZALTMAN, G., et DESHPANDE, R. (1992), Relationships between Providers and Users of market research: The dynamics of trust within and between organizations, *Journal of Marketing Research*, 29, 314-28.
- MOURLLOT, N. (2011), Quels sont les avantages pour une PME à utiliser la banque en ligne ?, *L'express l'Entreprise*, <http://is.gd/qAw5Ov>
- NUNNALLY, J.C. (1967), *Psychometric Methods*, McGraw-Hill, New York, NY.
- PARASURAMAN, A., ZEITHAML, V.A. et BERRY, L.L. (1988), SERVQUAL: a multi item scale for measuring consumer perception of service quality, *Journal of Retailing*, Vol. 64 No. 1, pp. 12-40.
- PAVLOU, P. (2001), Integrating trust in electronic commerce with the Technology Acceptance Model: Model Development and Validation, *Seventh Americas Conference on Information Systems*, 816-822.

- POLASIK, M. et WISNIEWSKI, P.T. (2009), Empirical analysis of internet banking adoption in Poland, *International Journal of Bank Marketing*, 27, 1, 32-52.
- SAYAR, C. et WOLFE, S. (2007), Internet banking market performance: Turkey versus the UK, *International Journal of Bank Marketing*, 25, 3, 122-141.
- SUH, B. et HAN, I. (2002), Effect of trust on customer acceptance of Internet banking, *Electronic Commerce Research and Applications*, 1, 1, 247-263.
- SULTAN, F. et MOORAJ, H-A. (2001), Design a trust-based e-business strategy trust, *Marketing Management*, 10, 4, 40-46.
- SWEENEY, J.C. et SOUTAR, G.N. (2001), Consumer perceived value: the development of a multiple item scale, *Journal of Retailing*, 77, 2, 203-221.
- TRIANDIS, H.C. (1979), Values, attitudes, and interpersonal behavior, in How H. E., *Nebraska symposium on motivation*, Eds., 27, Lincoln, NE: University of Nebraska Press, 195-259.
- WALSH, G., KILIAN, T. et BUXEL, H. (2008), Assessing the Consumer Perceived Value Scale, *Advances in Consumer Research*, UT: Association for Consumer research, 35.
- WANG, Y., WANG, Y., LIN, H. et TANG, T. (2003), Variables of user acceptance of online banking: an empirical study, *International Journal of Service Industrial Management*, 14, 501-519.
- WARRINGTON, T.B, ABGRAB, N.J, et CALDWELL, H.M. (2000), Building trust to develop competitive advantage in e-business relationships, *Competitiveness Review*, 10(2):160-8.
- WESSELS, L. et DRENNAN, J (2010), An investigation of consumer acceptance of Mbanking, *International Journal of Bank Marketing*, 28 7, 547-568.
- YANG, Z., JUN, M. et PETERSON, R.T. (2004), Measuring customer perceived online service quality: scale development and managerial implications, *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 24 No. 11, pp. 1149-74.
- YANG, K. et JOLLY, L. D. (2009), The effects of consumer perceived value and subjective norm on mobile data service adoption between American and Korean consumers, *Journal of Retailing and Consumer Services*, 16, 502-508.
- ZEITHAML, V.A. (1988), Consumer perceptions of price, quality, and value: a means-end model and synthesis of evidence, *Journal of Marketing*, 52, 3, 2-22.
- ZOLAIT, A.H.S. (2010), An examination of the factors influencing Yemeni Bank users behavioral intention to use Internet banking services, *Journal of Financial Services Marketing*, 15, 1, 76-94.

MEDAF avec liquidité : Application au marché boursier tunisien

Abdelfatteh BOURI

Professeur en finance et Directeur de l'unité de recherche COFFIT à la FSEGS.

Tarek BOUCHADDEKH

Assistant à l'ISG de Gabès, Docteur en Méthodes Comptables et financières, unité de recherche RED



Résumé

Après le relatif échec empirique du MEDAF et la remise en question des variables taille et ratio book-to-market dans le modèle de Fama & French (1992), la question de l'évaluation de couple rentabilité-risque est toujours posée.

La littérature théorique et empirique en ce domaine montre l'incapacité des théories traditionnelles du portefeuille (notamment le MEDAF standard) d'expliquer correctement la formation de prix. En effet, ces théories traditionnelles sont basées sur des hypothèses irréalistes, à savoir : l'efficience et la perfection du marché. La théorie de microstructure des marchés, qui se base sur des hypothèses plus réalistes, vient pour proposer des modélisations plus proches de la réalité des marchés boursiers.

Dans ce contexte, l'objet de ce travail était d'examiner la problématique relative à la recherche d'une modélisation, fondée sur le concept de la liquidité, se rapprochant aux réalités des marchés des actions qui permettent d'améliorer l'appréhension des éléments fondamentaux régissant la dynamique des prix des actifs financiers.

Pour ce faire, à côté du MEDAF standard, nous avons examiné empiriquement deux modèles fondée sur le concept de liquidité, qui peuvent aider à expliquer la manière dont les rendements des titres sont affectés par le coût et le risque d'illiquidité, à savoir : le modèle "*Liquidity-adjusted capital asset pricing model ; LACAPM*" proposé par Viral, Acharaya & Pederson (2004) et le modèle "*the float-adjusted return model FARM*" proposé par weill (2006). Les deux modèles fournissent un cadre théorique confirmant les résultats empiriques selon lesquels les rendements sont affectés par la liquidité (Voir Pasteur et Stambaugh, 2003).

A la lumière des tests que nous avons effectués sur un échantillon de 40 titres cotés en continu sur le marché boursier tunisien sur la période allant de 01/02/2011 jusqu'au 31/01/2013, les résultats s'avèrent concluants. D'abord, nous avons mis en évidence l'existence d'un biais d'évaluation. Ensuite, la relation entre les rendements et les estimateurs de coût et risque d'illiquidité est forte ; ceci justifie le passage au MEDAF avec liquidité. Un tel modèle s'avère très puissant et les résultats prouvent l'importance de tenir compte de coûts et risque d'illiquidité dans l'évaluation des titres boursiers.

Mots clés : MEDAF, Théorie de microstructure des marchés, liquidité, coût d'illiquidité et risque d'illiquidité.

Abstract

After the relative empirical failure of the CAPM and the questioning of variables size and ratio book-to-market in the model of Fama and French (1992), the question of the evaluation of couple profitability-risk is always put.

The theoretical and empirical literature in this domain shows the incapacity of the traditional portfolio theories (in particular the standard CAPM to explain correctly the prices formation. Indeed, these traditional theories are based on unrealistic hypotheses, worth knowing: the efficiency and the perfection of the market. The markets microstructure theory, which bases itself on more realistic hypotheses, comes to propose modeling closer to the reality of stock markets.

In this context, the object of this work was to examine the relative problem in search of a modeling, based on the concept of the liquidity, getting closer to the realities of the equity markets which allow to improve the apprehension of the fundamental elements governing the dynamics of the of financial assets prices.

To do it, next to the standard CAPM, we examined empirically two models based on liquidity concept, which can help to explain the way that securities returns are affected by the cost and the risk of illiquidity, worth knowing: " *Liquidity-adjusted asset pricing model; LACAPM* " proposed by Viral, Acharaya and Pederson (2004) and " *The float-adjusted return model, FARM* " proposed by weill (2006). Both models supply a theoretical frame confirming the empirical results according to which the securities returns are affected by liquidity (See Pasteur and Stambaugh, 2003).

Before a study of a sample of 40 quoted securities in Tunisian financial market, on the period of 01/02/2011 to 31/01/2013, results appear conclusive. First, we show the existence of asset pricing bias compared to the standard CAPM. Furthermore, we find a strong relation between illiquidity cost estimator and returns; thus the use of the CAPM with liquidity. This model appears very strong and the results prove the necessity to account for liquidity in asset pricing.

Keywords: CAPM, markets Microstructure Theory, liquidity, cost illiquidity and illiquidity risk.

Introduction

Le MEDAF (ou CAPM) standard développé par Sharp (1964), Lintner (1965) et Mossin (1966) constitue sans nul doute la pierre angulaire de la finance moderne. Le développement de MEDAF suppose que tous les investisseurs aient les mêmes anticipations quant aux distributions des rendements des titres disponibles sur un marché. Cependant, en pratique, les investisseurs ne disposent pas nécessairement des mêmes informations. En fait, il est même largement reconnu que ce sont les divergences d'opinions des investisseurs qui génèrent la plupart des transactions que l'on peut observer sur les marchés financiers. Nombreuses sont les recherches qui ont contribué à relâcher l'hypothèse de l'absence des coûts de transaction. En effet, dès le milieu des années 70 un grand nombre d'extensions de CAPM a été dérivé.

La théorie de microstructure vient pour supporter ces extensions, en proposant des modèles d'évaluation des actifs financiers tenant compte des frictions (coûts d'illiquidité, de transactions et d'asymétrie d'informations).

Chordia, Roll & Subrahmayam 2000 ; Hasbrouck et Seppi, 2001; Huberman et Halka, 1999 ont prouvé que la liquidité peut engendrer des risques ; elle varie au cours du temps aussi bien pour les titres individuels que pour l'ensemble du marché.

Une relation négative entre la liquidité et les rendements des titres au niveau individuel a exploré un certain nombre d'études, y compris Amihud & Mendelsen (1986, 1989) et Brennan (1998). Une recherche plus récente s'est concentrée sur les éléments communs de la liquidité et sur la question si la liquidité représente un facteur de risque systématique. En particulier, Chordia, Roll & Subrahmanyam (2000), Hasbrouck et Seppi (2001) et Huberman & Halka (2001) documentent l'existence des éléments communs de la liquidité sur le marché des actions des USA. Ceci soulève encore une autre question de recherche, à savoir : si la liquidité est considérée comme un facteur de risque systématique. A cet égard, Amihud (2002) mesure l'illiquidité du marché par le rapport entre la valeur absolue du rendement et le volume de transactions exprimé en dollar ; il prouve l'existence d'une prime d'illiquidité. Pasteur et *Stambaugh* (2003) mesurent la liquidité par le flux d'ordre. Ils constatent que les rendements espérés augmentent avec le bêta de la liquidité (qui est une mesure de la sensibilité de la liquidité au rendement du marché). Ceci est expliqué par le fait que le risque systématique est un facteur important expliquant le rendement des cours boursiers. En outre, Gibson et Mougeot (2004) estiment la liquidité par le nombre des actions échangés constituant l'indice S&P 500. Ils concluent également que le risque systématique de la liquidité peut subsister.

Un dispositif commun à toutes les études ci-dessus est qu'il n'y a pas une mesure standard et acceptable de la liquidité. Pour cela, chaque étude utilise une mesure différente de l'autre. En outre, aucune des études ci-dessus n'est explicitement basée sur le MEDAF qui est un modèle d'équilibre. Dans ce travail, nous étudions si le coût d'illiquidité, le risque d'illiquidité et le risque systématique de la liquidité sont significatifs à l'équilibre. Pour ce faire nous avons examiné empiriquement, d'une part, le MEDAF avec coût et risque d'illiquidité (LACAPM proposé par Acharya & Pedersen (2004)), d'autre part, le modèle FARM proposé récemment par Weill (2006).

Le modèle LACAPM complète la littérature théorique sur l'évaluation des titres en présence de frictions (Amihud et Mendelson, 1986 ; Vayanos, 1998; Huang, 2003). Dans ce modèle, la rentabilité exigée d'un titre augmente avec son niveau d'illiquidité attendu et son «bêta net ».

Le modèle FARM est dérivé sous un format semblable au *CAPM standard* ($E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \beta_i [E(R_{m,t}) - R_{f,t}]$). Weill (2006) remplace le taux sans risque par le rendement du titre le plus liquide sur le marché. Cela signifie qu'au lieu de déposer de l'argent au taux sans risque l'investisseur sera amené à investir une partie de sa richesse dans le titre le plus liquide.

Dans ce contexte, l'objet de ce travail était d'examiner la problématique relative à la recherche d'une modélisation, fondée sur le concept de la liquidité, se rapprochant aux réalités des marchés des actions qui permettent d'améliorer l'appréhension des éléments fondamentaux régissant la dynamique des prix des actifs financiers.

Ce travail de recherche fournit une application empirique aux modèles d'évaluation des actifs financiers avec frictions. Pour ce faire, nous avons procédé comme suit : Dans la section 1, nous testons la validité du MEDAF standard. Dans la section 2, nous présentons et examinons empiriquement, un modèle d'équilibre des actifs financiers ajusté au coût et risque d'illiquidité (Liquidity-adjusted capital asset pricing model ; *LACAPM, 2004*). Dans la section 3, nous présentons et mettons en application un test empirique sur un modèle récemment proposé par Weill (2006), à savoir : the float-adjusted return model (FARM). Dans la section 4, en faisant un rapprochement ou une comparaison entre les modèles précédemment examinés, nous avons essayé de dériver un MEDAF avec liquidité approprié au marché boursier tunisien.

Section 1 : Validation empirique du MEDAF Standard

Le MEDAF standard est un modèle d'évaluation d'équilibre qui permet de visualiser la relation existante entre l'excès des rendements d'un actif (par rapport au taux sans risque) et l'excès des rendements de portefeuille du marché (ou le risque systématique). Le MEDAF standard se présente comme suit :

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \beta_i [E(R_{m,t}) - R_{f,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad \text{où, } \varepsilon_{i,t} \rightarrow iid(0, \sigma^2) \quad (1)$$

$E(R_{i,t})$: L'espérance des rendements de portefeuille ou de titre i à l'instant t .

$E(R_{m,t})$: L'espérance des rendements de portefeuille du marché à l'instant t .

$R_{f,t}$: Le taux de rendement sans risque relatif à la période de placement.

β_i : Le coefficient de sensibilité de portefeuille ou de titre i vis à vis de portefeuille du marché.

Pour des fins d'estimation, il est commode de transformer la version standard de MEDAF en une expression équivalente basée sur des variables observables, à savoir :

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_i [R_{m,t} - R_{f,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

La plupart des travaux empiriques effectués en ce domaine introduit une constante α_i à cette dernière expression :

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i [R_{m,t} - R_{f,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Selon les attentes de cette équation d'équilibre, les coefficients α_i doivent être statistiquement nuls, en revanche les coefficients β_i seront positifs et significatifs.

En bref, tester le MEDAF standard sur le marché boursier tunisien revient à estimer l'expression donnée par l'équation (3). Pour ce faire, on a calculé des variables mensuelles relatives à cette dernière équation, à savoir :

- $R_{i,t} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$ où P_t , est le cours de clôture relatif au mois t.
- $R_{m,t} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1}$ où I_t , est le cours de clôture de l'indice BVMT relatif au mois t.
- $R_{f,t} = (1 + R_{f,at})^{1/12} - 1$, où $R_{f,at}$, est le taux moyen pondéré annuel des souscriptions aux bons du trésor cessibles relatif au mois t (toutes échéances confondues).

La technique économétrique utilisée dans cette étude consiste à estimer la régression donnée par l'équation (3) par MCO sur des données de panel.

Les résultats de l'estimation de l'équation (3) sur des données de panel, par MCO, sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 1 : Validation empirique du

$$\text{MEDAF standard } (R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i [R_{m,t} - R_{f,t}] + \varepsilon_{i,t})$$

α	t-student	β	t-student	R ²	F-stat
-0.001331	-5.237933	0.600058	9.799099	0.128566	3.389582

En se référant à la statistique de *Student*, nous remarquons clairement que le coefficient β_i , est positif et significatif au seuil de 1%. Ceci valide les attentes de MEDAF standard et implique que le risque systématique joue un rôle prépondérant dans la rémunération des investisseurs. De même, le coefficient α_i est statistiquement non nul au seuil de 1%. Ceci est en contradiction avec les attentes de MEDAF standard et implique que la constante α_i intervient significativement dans l'explication de l'excès des rendements des titres cotés en continu sur le marché boursier tunisien. De plus, le coefficient détermination R² est un peu faible (12.8%). Ceci justifié l'existence d'une anomalie.

L'existence d'une telle anomalie nous exige de penser à introduire au MEDAF standard d'autres facteurs qui peuvent influencer significativement les rendements en excès des titres boursiers. Ces facteurs peuvent être à l'origine de plusieurs sources, à savoir : la liquidité, le coût et risque d'illiquidité, le coût de l'asymétrie d'information, etc.

Section 2 : MEDAF avec coût et risque d'illiquidité (Liquidity-adjusted capital asset pricing model ; LACAPM, 2004)

2.1 Présentation du modèle *Liquidity-Adjusted Capital Asset Pricing Model (LACAPM)*

Ce modèle, proposé par Acharya & Pedersen (2004), nous offre un cadre théorique qui illustre plusieurs canaux par lesquels le risque et le coût d'illiquidité peut affecter la formation des prix des actifs. Le modèle est fondé sur les hypothèses suivantes :

- Le modèle suppose l'existence d'une économie simple de plusieurs générations d'agents bornées sur des périodes $t \in \dots; -2; -1; 0; 1; 2; \dots$. La génération t se compose de N agents, indexés par n , qui vivent pendant deux périodes, t et $t+1$.
- L'agent n de la génération t a une richesse à l'instant t et n'a aucune autre source de revenu. Il effectue des échanges en périodes t et $t+1$ et possède une fonction d'utilité $t+1$ qui dépend de la consommation. Il a une aversion absolue pour le risque constante, A_n , de sorte que ses préférences sont représentées par la fonction d'utilité espérée suivante :

$$- E_t \exp(- A^n x_{t+1}) \quad (4)$$

Où x_{t+1} , est la consommation au temps $t+1$.

- Il existe I titres indexés par $i = 1, \dots, t, \dots, I$, avec un total de S^i parts de titres i . A l'instant t , le titre i paye un dividende, D_t^i et possède un cours ex-dividende de p_t^i et un coût d'illiquidité de C_t^i ; où D_t^i et C_t^i sont des variables aléatoires. Toutes les variables sont sur un espace de probabilité $\{\Omega, F, P\}$; et toutes les variables aléatoires indexées par t sont mesurables sur la filtration $\{F_t\}$ représentant l'information généralement disponible aux investisseurs.
- Le coût d'illiquidité, C_{it} ; est modélisé tout simplement par le coût par titre i vendu. Par conséquent, les agents peuvent acheter à p_i mais doivent vendre à $p_i - C_i$. Les ventes à découvert sont non autorisées.
- Dans ce modèle, c'est l'incertitude au niveau du coût d'illiquidité qui génère le risque d'illiquidité. Particulièrement, le modèle suppose que D_{it} et C_{it} sont des processus autorégressifs d'ordre 1 :

$$D_t = \bar{D} + \rho^D (D_{t-1} - \bar{D}) + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$C_t = \bar{C} + \rho^C (C_{t-1} - \bar{C}) + \eta_t \quad (6)$$

$\bar{D}, \bar{C} \in \mathfrak{R}_+^1$: **Sont des vecteurs positifs.**

$$\rho^C, \rho^D \in [0, 1] \cdot$$

ε_t, η_t : **Sont des processus normaux indépendants et identiquement distribués.**

- **Le modèle suppose que les agents peuvent emprunter et prêter au taux du rendement sans risque $r_f > 1$.**

Les hypothèses relatives aux agents, aux préférences, et aux dividendes sont fortes. L'hypothèse centrale réside dans le fait que la fonction d'utilité quadratique est croissante et concave. Ces

hypothèses permettent également d'étudier la prévisibilité du rendement provoqué par l'illiquidité et les co-variations des rendements et d'illiquidité.

Il devrait également noter que l'estimation du coût d'illiquidité, C_{it} , par le coût de transactions ou le bid-ask spread n'est pas réaliste. En effet, le coût d'illiquidité pourrait représenter d'autres charges réelles, par exemple, celles qui sont liées à l'exécution des opérations d'échange (voir Duffie, Grleanu, & Pedersen (2003)). Le rendement brut espéré d'un actif peut être formulé comme suit :

$$r_{it}^i = \frac{D_{it}^i + P_{it}^i}{P_{t-1}^i} \quad (7)$$

Le coût d'illiquidité relatif, peut être calculé comme suit :

$$C_{it}^i = \frac{C_{it}^i}{P_{t-1}^i} \quad (8)$$

Le rendement du marché peut être formulé comme suit :

$$r_{it}^M = \frac{\sum_i S_i^i (D_{it}^i + P_{it}^i)}{\sum_i S_i^i P_{t-1}^i} \quad (9)$$

Le coût d'illiquidité du marché est mesuré par (mesure proposée par Amihud, 2002) :

$$C_{it}^M = \frac{\sum_i S_i^i C_{it}^i}{\sum_i S_i^i P_{t-1}^i} \quad (10)$$

Dans un équilibre concurrentiel les agents choisissent la consommation et les portefeuilles qui maximisent leurs fonctions d'utilité et les prix sont déterminés par les marchés.

Pour déterminer les prix d'équilibre, les auteurs supposent l'existence d'une économie avec les mêmes agents dans lesquels le titre paye un dividende, $D_i - C_i$, et sans coût d'illiquidité. Dans ce cas, les résultats impliquent la validité du *CAPM* standard (Markowitz, 1952 ; Sharpe, 1964 ; Lintner, 1965 ; Mossin, 1966). Les auteurs suggèrent, aussi, que les prix d'équilibre dans une économie réelle tenant compte de frictions soient identiques à ceux de notre économie suggérée. Ceci est conforme aux deux faits suivants :(i) le rendement net pour une longue position est le même dans les deux types d'économies et (ii) tous les investisseurs, dans ce cas, tiennent une longue position pour le portefeuille du marché, et une position longue ou courte pour l'actif sans risque. Par conséquent, le rendement d'équilibre de l'investisseur dans l'économie sans frictions est faisable pour l'économie réelle et est également optimal.

Ces arguments prouvent le passage du *MEDAF* standard, qui suppose l'absence de frictions, vers un *MEDAF* avec rendements nets de coûts d'illiquidité. En remplaçant l'expression du *MEDAF* standard en termes de rendements nets par une expression en termes de rendements bruts, nous obtenons le *CAPM ajusté* à la liquidité. C'est l'implication principale de ce modèle.

A l'équilibre, le rendement net espéré conditionnel du titre i, est de :

$$E_t (r_{t+1}^i - c_{t+1}^i) = r_f + \lambda_t \frac{\text{cov}(r_{t+1}^i - c_{t+1}^i, r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)}{\text{var}(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)} \quad (11)$$

Où, $\lambda_t = E_t (r_{t+1}^M - c_{t+1}^M - r_f)$: la prime du risque d'illiquidité.

L'équation (11) montre que l'excès du rendement exigé par rapport au taux sans risque et au coût d'illiquidité dépend de la covariance entre le rendement d'un titre et la liquidité du marché.

Les résultats les plus intéressants dégagés de l'examen empirique de ce modèle par Acharya & Pedersen (2004) sont les suivants :

- Un titre illiquide possède un risque de liquidité élevé. Ce résultat confirme la course à la liquidité (« *flight to liquidity* ») observée sur les marchés illiquides.
- Les tests empiriques ont montré que la sensibilité de la liquidité d'un titre à la rentabilité du marché est la source de risque de liquidité la plus importante.
- Les auteurs montrent que le MEDAF ajusté au risque de liquidité possède un pouvoir explicatif plus élevé que le MEDAF standard ($R^2 = 91\% > R^2 = 75,7\%$) pour un même degré de liberté. L'amélioration du modèle ne provient donc pas de l'ajout d'une variable explicative mais d'une meilleure spécification

2.2 Validation empirique du modèle LACAPM (*Liquidity-Adjusted Capital Asset Pricing Model*)

Avant de tester empiriquement le modèle LACAPM, nous allons, d'abord, étudier l'effet de coût d'illiquidité individuel et agrégé sur les rendements des titres.

2.2.1 Effet du coût d'illiquidité individuel et agrégé sur les rendements des cours boursiers

Afin d'expliquer les rendements boursiers la littérature nous offre une multitude des variables, à savoir : le risque systématique du marché, coût d'illiquidité et risque de liquidité, coût d'information, coût de transaction, etc. Ces dernières constituent les vecteurs d'informations les plus importants dans l'approche traditionnelle et l'approche de la microstructure. A ce stade, notre investigation consiste à étudier l'effet du coût d'illiquidité sur les rendements des cours boursiers.

Pour ce faire, on a estimé, par la méthode de MCO, les modèles simples, intégrant les coûts d'illiquidité, suivants :

$$R_{it} = a_0 + a_1 c_{it} + \eta_{it} \quad (12)$$

$$R_{it} = a_0 + a_1 c_{mt} + \mu_{it} \quad (13)$$

Avec,

$$R_{it} = \ln(P_t / P_{t-1})$$

$$c_{it} = \frac{1}{\text{Days}_{it}} \sum_{d=1}^{\text{Days}_{it}} \frac{|\ln(P_{dit} / P_{dit-1})|}{(V_{dit})} \quad : \text{Le coût d'illiquidité du titre } i \text{ à l'instant } t.$$

Les résultats des estimations, par MCO sur le logiciel **Eviews 6** des modèles (12) et (13) pour l'ensemble de l'échantillon, sur des données de panel sont présentés dans le **tableau** suivant:

Tableau 2 : Effet des coûts d'illiquidité individuels et agrégés sur le rendement

PANEL	A0	t-stat	A1	t-stat	$\underline{R^2}$
C_{it}	-0.001227	-4.595090	0.595578	6.098638	0.078325
C_{mt}	0.000282	1.316343	0.899159	6.140836	0.064378

Les résultats issus du *tableau 2*, vont exactement dans le même sens que la littérature théorique indiquant une relation négative entre la liquidité et les rendements des titres (voir, par exemple, Pastor and Stambaugh (2003)). Le signe attendu de a_1 est positif car une augmentation du coût d'illiquidité implique une compensation par une augmentation du rendement des titres.

Le coefficient de détermination est faible (environ 7%). Ceci suggère l'existence, en plus du coût d'illiquidité, d'autres facteurs expliquant les rendements boursiers.

2.2.2 Estimation du MEDAF avec coût d'illiquidité (Liquidity-Adjusted Capital Asset Pricing Model, 2004)

L'objectif de cette sous-section est de valider empiriquement le modèle théorique d'évaluation des actifs financiers tenant compte des coûts d'illiquidité proposé par Viral, Acharya & Pedersen (2004) :

$$\bar{R}_{i,t} - R_{f,t} = c_i + \alpha_i \text{ILLIQ}_{i,t} + \beta_i (\bar{R}_M - R_{f,t} - \text{ILLIQ}_M) \quad (14)$$

Pour des fins d'estimation, nous avons plutôt estimé le modèle suivant :

$$R_{i,t} - R_{f,t} = c_i + \alpha_i \text{ILLIQ}_{i,t} + \beta_i [R_{m,t} - R_{f,t} - \text{ILLIQ}_{m,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

Selon les attentes de cette équation d'équilibre, les coefficients c_i doivent être statistiquement nuls. En revanche, les coefficients β_i seront significatifs et positifs afin de traduire une relation positive entre l'excès des rendements (par rapport au taux sans risque) et le risque systématique net des coûts d'illiquidité. En ce qui concerne les coefficients α_i , la littérature nous montre une ambiguïté quant à la relation entre la liquidité et le rendement.

Les résultats des estimations, par MCO, de l'équation (15), en utilisant des données de panel, sur le logiciel Eviews 6 sont présentés dans le *tableau* suivant :

Tableau 3 : MEDAF avec coût et risque d'illiquidité (LACAPM)

$$R_{i,t} - R_{f,t} = c_i + \alpha_i \text{ILLIQ}_{i,t} + \beta_i [R_{m,t} - R_{f,t} - \text{ILLIQ}_{m,t}] + \varepsilon_{i,t}$$

c	t-Statistic	α	t-Statistic	β	t-Statistic	$\underline{R^2}$	F-stat
-0.000335	-0.663047	0.667046	6.976422	0.804737	10.17497	0.170479	4.601527

Les résultats présentés au *tableau 3* prouvent vraisemblablement la validité du MEDAF tenant compte d'illiquidité. En effet, en premier lieu, le coefficient c_i est statistiquement nul. En deuxième lieu, le coefficient α_i est positif et significatif. Ceci corrobore le résultat de Pastor and Stambaugh (2003) qui prouvent l'existence d'une relation négative entre le rendement et la liquidité. En troisième lieu, le coefficient β_i est positif et significatif au seuil de 1%. Ceci corrobore la littérature de gestion de portefeuille indiquant que tout type du risque sur le marché (le risque du marché net du coût d'illiquidité dans notre cas) sera composé par un rendement supplémentaire. Enfin, le coefficients de détermination R^2 est amélioré par rapport au MEDAF standard précédemment estimé (R^2 passe de 12% à 17%).

Enfin, pour s'assurer de la spécification économétrique de MEDAF avec coût de l'illiquidité, il est fort intéressant d'étudier la linéarité entre l'excès de rendements nets des coûts d'illiquidité des titres individuels et celui de portefeuille du marché. Pour ce faire, nous allons estimer par MCO l'équation suivante :

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i ILLIQ + c_i ILLIQ^2 + d_i [R_{m,t} - R_{f,t} - ILLIQ_{m,t}] + e_i [R_{m,t} - R_{f,t} - ILLIQ_{m,t}]^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

Sous l'hypothèse nulle de linéarité, le coefficient c_i et e_i doivent être statistiquement non significatif.

Les résultats de l'estimation de l'équation (16), sur des données de panel, sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 4 : Test de linéarité

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i ILLIQ + c_i ILLIQ^2 + d_i [R_{m,t} - R_{f,t} - ILLIQ_{m,t}] + e_i [R_{m,t} - R_{f,t} - ILLIQ_{m,t}]^2 + \varepsilon_{i,t}$$

a	t- Statistic	b	t- Statistic	c	t- Statistic	d	t- Statistic	e	t- Statistic
0.001719	1.492148	-0.2481	-1.9665	43.88659	1.17128	1.199475	3.040455	41.13908	1.253860

Le *tableau 4* fait apparaître des résultats très puissants. En effet, les coefficients b sont tous et significatifs au seuil de 1%. En revanche, tous les coefficients c_i et e_i sont non significatifs. Par conséquent, la linéarité est bien respectée.

D'après les résultats de cette étude, il s'avère que le MEDAF tenant compte du coût d'illiquidité est le modèle d'équilibre le plus approprié, par rapport au MEDAF standard, qui nous permet d'évaluer les titres cotés en continu sur le marché boursier tunisien.

Enfin, la validité du modèle LACAPM nous amène à effectuer un rapprochement ou une comparaison avec le MEDAF standard.

Tableau 5 : Comparaison avec le MEDAF standard

PANEL	R ²	F-stat
MEDAF standard	0.128566	3.389582
LACAPM	0.170479	4.601527

La comparaison de la performance des modèles peut être effectuée à travers la statistique de Fisher et le coefficient de détermination, R². En effet, le tableau 5 montre que la statistique de Fisher et le coefficient de détermination sont significativement plus élevés pour le modèle LACAPM. Ceci corrobore vraisemblablement, l'hypothèse selon laquelle le modèle LACAPM possède un pouvoir explicatif du rendement supérieur à celui du MEDAF standard.

Ce dernier résultat nous incite à étudier, dans la section suivante, un deuxième modèle d'évaluation tenant compte de la liquidité.

Section 3: Modèle FARM (the float-adjusted return model) propose par Weill (2006)

3.1 Présentation du modèle FARM (The float-adjusted return model)

Le modèle FARM déclare que, à l'équilibre, la variation de la liquidité des titres est proportionnelle à l'inverse du volume en circulation (free float) exprimé en dollar :

$$R_{i,t} - R_L = \frac{\bar{\phi}}{\phi_i} [R_M^{FW} - R_L] \quad (17)$$

ϕ_i : **Le volume en circulation du titre i défini comme étant une partie de leur capitalisation boursière disponible pour la vente.**

$\bar{\phi}$: **Le volume moyen en circulation sur le marché exprimé en valeur.**

$R_{i,t}$ et R_L sont, respectivement, les rendements du titre i et de l'actif "parfaitement liquide", L (qui peut être acheté et vendu immédiatement).

R_M^{FW} : **Le rendement par référence au marché.**

Évidemment, le modèle FARM, comme indiquée dans l'équation (17), a un format semblable au CAPM proposé par Sharpe (1964) et Lintner (1965) : $E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \beta_i [E(R_{m,t}) - R_{f,t}]$. En suivant Pasteur et Stambaugh (2003), les auteurs désignent par $\bar{\phi}/\phi_i$ dans (1) "le bêta de la liquidité". Il est interprété comme la mesure de la sensibilité des rendements du titre au risque systématique de la liquidité.

Etant donné que les sociétés à faible valeur ont habituellement une rotation de volume plus bas, ceci soutient l'utilisation de $\bar{\phi}/\phi_i$ comme mesure de la sensibilité du rendement au risque systématique de la liquidité. L'introduction de cette mesure nous mène à savoir si l'effet taille, documenté par Banz (1981) et Fama & French (1992), sera validé pour la liquidité puisque les sociétés de petite taille ont habituellement une rotation de volume plus faible.

Weill (2006) définit la rotation du volume exprimé en unité monétaire comme une partie de la capitalisation boursière disponible pour la vente. Elle peut être employée comme mesure de la liquidité. Cependant, empiriquement il s'est avéré difficile de la mesurer puisque ce type d'information est généralement non disponible. Pour éviter ce dernier problème, Weill (2006) estime $\bar{\phi} / \phi_i$ en employant le modèle DDC-MGARCH (dynamic-conditional-correlation multivariate GARCH model) proposé par Engle (2002).

Le modèle FARM, récemment proposé par Weil (2006), implique qu'aucun facteur du risque autre que le risque de la liquidité systématique ne devrait être significatif à l'équilibre. Pour examiner cette dernière hypothèse, l'auteur a introduit également d'autres variables largement répandues, telles que : le bêta du marché, la taille (estimée par la valeur marchande du titre, ME) et le ratio book-to-market (BE/ME). Le bêta du marché est inclus parce que le CAPM prévoit que le risque du marché est le seul facteur qui devrait expliquer le rendement d'équilibre. La taille et le ratio book-to-market sont intégrés dans le modèle parce qu'ils ont un effet significatif sur les marchés des actions des USA (Fama et French, 1992) et ceux chinois (Wang et Xu, 2004). En outre, l'auteur a introduit le facteur "rotation de volume" pour examiner l'effet individuel de la liquidité sur les rendements. Nous soulignons que ceci est distinct de la prime du risque systématique de la liquidité associé avec le bêta de la liquidité. En introduisant le facteur "rotation de volume" exprimé en dollar, nous pouvons examiner si l'effet taille est provoqué par la liquidité.

Tous les
argument
s ci-

$$R_{i,t} = R_{L,t} + \gamma_{1,t} \beta_{i,t}^L + \gamma_{2,t} \ln(\phi_{it}) + \gamma_{3,t} \hat{\beta}_{i,t}^M + \gamma_{4,t} \ln(ME) + \gamma_{5,t} \ln(BE / ME)_{it} + \mu_{i,t}$$

dessus mène à formuler la régression linéaire suivante :

(18)

$\beta_{i,t}^L$ et $\hat{\beta}_{i,t}^M$ sont, respectivement, le bêta de la liquidité et le bêta du marché.

Le bêta du marché est estimé en employant le modèle DDC-MGARCH (*dynamic-conditional-correlation multivariate GARCH model*) proposé par Engle (2002). Le modèle FARM prévoit que le paramètre γ_1 , qui mesure la prime de risque de liquidité, est positif. Il prévoit également que les facteurs liés au bêta du marché, la taille et le ratio book-to-market ne devraient pas être significatifs lorsqu'on introduit le bêta de la liquidité dans la régression. En outre, nous prévoyons une relation négative entre le rendement et le taux de rotation des titres; ce dernier est traité en tant qu'une mesure de la liquidité. Ainsi, nous pouvons tester les hypothèses nulles suivantes :

$$\gamma_{1,t} > 0, \gamma_{2,t} < 0 \text{ et } \gamma_{3,t} = \gamma_{4,t} = \gamma_{5,t} = 0.$$

Conceptuellement, l'actif "parfaitement liquide" peut être interprété comme la disponibilité monétaire ou le dépôt dans le compte bancaire qui pourrait être retiré ou employé dans les transactions immédiatement. Leurs rendements sont approximativement nuls et même inférieurs à zéro si nous tenons compte de l'inflation. Ainsi, pour valider empiriquement le modèle FARM nous

devons avoir un rendement, R_L , très faible. Nous notons que nous devons faire la distinction entre l'actif "parfaitement liquide" et l'actif sans risque utilisé dans le cadre du CAPM standard. Ce dernier est estimé habituellement par le taux de bons du Trésor, qui n'est pas parfaitement liquide.

Weill (2006) a utilisé la technique en coupe transversal utilisée par Fama et MacBeth (1973). Pour chaque mois, les régressions en coupe transversal sont estimées dans l'équation (18). Il est important de se baser sur l'approche de Fama-MacBeth qui suppose que les coefficients estimés au cours du temps sont indépendants. Cette prétention pose un problème si les coefficients estimés soient fortement corrélés à travers le temps (Cochrane, 2001). Pour aborder cette question, l'auteur calcule également les t -statistiques basées sur la technique de Newey et West's (1987) (hétéroskedasticity, auto-corrélation et la matrice de covariance).

En résumés, Les résultats de l'estimation valident vraisemblablement le modèle FARM. En effet, comme il a été prévu, il existe une relation positive entre les rendements et le bêta de la liquidité. De même, la taille et le ratio book-to-market ont un effet significatif sur la variation du rendement.

3.2 Validation empirique du modèle FARM

Le modèle FARM se présente comme suit :

$$R_{i,t} - R_L = \frac{\bar{\phi}}{\phi_i} [R_M^{FW} - R_L] \quad (19)$$

$\bar{\phi} / \phi_i$: **Le bêta de la liquidité. Il est interprété comme la mesure de la sensibilité des rendements du titre au risque systématique de la liquidité.**

$R_{i,t}$ et R_L : **Sont respectivement, les rendements du titre i et de l'actif "parfaitement liquide", L .**

R_M^{FW} : **Le rendement par référence au marché.**

Comme il a signalé Weill (2006), empiriquement il s'est avéré difficile de mesurer "le bêta de la liquidité", $\bar{\phi} / \phi_i$, puisque ce type d'information est généralement non disponible. Pour éviter ce problème, nous considérons $\bar{\phi} / \phi_i$ comme coefficient à estimer.

Pour des fins d'estimation, on va estimer plutôt le modèle suivant :

$$R_{i,t} - R_L = \alpha_{it} + \frac{\bar{\phi}}{\phi_i} [R_M^{FW} - R_L] \quad (20)$$

Selon les attentes de cette équation d'équilibre, les coefficients α_i doivent être statistiquement nuls, en revanche les coefficients β_i seront positifs et significatifs.

La technique économétrique utilisée dans cette étude consiste à estimer la régression donnée par l'équation (20) par MCO sur des données de panel.

Les résultats des estimations, sur le logiciel **Eviews 6**, du modèle *FARM*, sur des données de panel sont présentés dans le **tableau** suivant :

Tableau 6 : Estimation de modèle FARM

$$R_{i,t} - R_{L,t} = \alpha_i + \frac{\bar{\phi}}{\phi_i} [R_M^{FW} - R_{L,t}]$$

α	t-Statistic	$\bar{\phi} / \phi_i$	t-Statistic	R^2	F-stat
-4.69E-05	-0.303590	0.888062	30.39757	0.511540	24.06056

Les résultats présentés au **tableau 6** sont très puissants. En effet, d'une part, le coefficient α_i est statistiquement nul. D'autre part, le coefficient β_i est positif et significatif au seuil de 1%. De plus, le coefficient de détermination R^2 est amélioré par rapport au MEDAF standard et au modèle LACAPM estimé précédemment. Le coefficient de détermination R^2 atteint une valeur de 51%. Ceci corrobore les résultats de Weil (2006).

Enfin, pour s'assurer de la spécification économétrique de modèle FARM, il est fort intéressant d'étudier la linéarité entre l'excès de rendement du titre individuel par rapport au rendement du titre parfaitement liquide et celui de portefeuille du marché. Pour ce faire, nous allons estimer par MCO l'équation suivante :

$$R_{i,t} - R_{L,t} = a_i + b_i [R_M^{FW} - R_{L,t}] + c_i [R_M^{FW} - R_{L,t}]^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (21)$$

Sous l'hypothèse nulle de linéarité, le coefficient c_i devrait être statistiquement non significatif.

Les résultats de l'estimation de l'équation de linéarité du modèle FARM sont présentés dans le **tableau** suivant :

Tableau 7 : Test de linéarité du modèle FARM

$$R_{i,t} - R_{L,t} = a_i + b_i [R_M^{FW} - R_{L,t}] + c_i [R_M^{FW} - R_{L,t}]^2 + \varepsilon_{i,t}$$

a	t-Statistic	b	t-Statistic	c	t-Statistic
4.03E-10	6.33E-07	1.000000	9.590355	7.44E-06	5.01E-07

Le **tableau 7** fait apparaître des résultats très puissants. En effet, le coefficient c est non significatif. Par conséquent, la linéarité est bien respectée.

Au total, on peut conclure que le modèle FARM est statistiquement le plus fort (R^2 atteint la valeur 51%) par rapport au MEDAF standard et au modèle LACAPM. Mais sans négliger le pouvoir explicatif des autres modèles. Pour cela, on peut déduire notre modèle final d'évaluation des titres cotés sur le marché boursier tunisien basé sur le concept de la liquidité. Ceci, fera l'objet de la section suivante.

Section 4 : Validation du MEDAF avec liquidité

Le modèle se présente comme suit :

$$R_{i,t} - R_{L,t} = a_i + b_i ILLIQ_{i,t} + \beta_i [R_{m,t} - R_{L,t} - ILLIQ_{m,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (22)$$

Les résultats de l'estimation du modèle final pour l'ensemble de l'échantillon, sur des données de panel, sont présentés dans le **tableau** suivant :

Tableau 8 : Estimation du modèle final (MEDAF avec liquidité)

$$R_{i,t} - R_{L,t} = a_i + b_i ILLIQ_{i,t} + \beta_i [R_{m,t} - R_{L,t} - ILLIQ_{m,t}] + \varepsilon_{i,t}$$

a	<i>t-Statistic</i>	b	<i>t-Statistic</i>	β_i	<i>t-Statistic</i>	R²	F-stat
0.000595	2.242915	0.661141	6.906682	0.933790	34.51013	0.577523	30.60724

Les résultats d'estimation de notre modèle final confirment, d'une part, l'hypothèse selon laquelle le coût d'illiquidité possède un pouvoir explicatif de rendement. D'autre part, le coefficient lié au risque systématique net du coût d'illiquidité (β) est positif et significatif au seuil de 1%. En effet, le coefficient de détermination R² atteint une valeur de 57%. Ceci, justifié la validité du MEDAF avec liquidité.

Par ailleurs, dans le but de prouver que notre MEDAF avec liquidité possède une spécification meilleure par rapport aux autres modèles, nous faisons un rapprochement entre les modèles à travers la statistique de Fisher et le coefficient de détermination.

Tableau 9 : Comparaison entre les différents modèles

<i>PANEL</i>	R²	<i>F-stat</i>
MEDAF standard	0.128566	3.389582
LACAPM	0.170479	4.601527
MEDAF avec liquidité	0.577523	30.60724

En résumé, les trois types des modèles étudiés peuvent contribuer à expliquer le rendement des cours boursiers sur le marché tunisien avec une supériorité explicative pour le MEDAF avec liquidité avec un coefficient de détermination d'environ 58%. Ce dernier intègre la variable coût d'illiquidité. Il est à noter qu'on a remplacé, comme pour le modèle FARM, le taux sans risque par le rendement du titre le plus liquide sur le marché.

En bref, ce résultat montre bien que notre MEDAF avec liquidité possède une spécification meilleure par rapport aux autres modèles.

Conclusion

Cet article présente théoriquement et examine empiriquement, à côté du MEDAF standard, deux modèles qui peuvent aider à expliquer comment les prix des actifs sont affectés par le coût et le risque d'illiquidité, à savoir : le modèle "*Liquidity-adjusted capital asset pricing model ; LACAPM*" proposé par Viral, Acharaya & Pederson (2004) et le modèle "*The float-adjusted return model FARM*"

proposé par Weill (2006). Ces modèles fournissent un cadre théorique confirmant les résultats empiriques selon lesquels les rendements sont affectés par la liquidité (voir Pastor et Stambaugh, 2003).

Le modèle LACAPM complète la littérature théorique sur l'évaluation des titres en présence de frictions (Amihud et Mendelson, 1986 ; Vayanos, 1998 ; Huang, 2003). Dans ce modèle, la rentabilité exigée d'un titre augmente avec son niveau d'illiquidité attendu et son « bêta net ».

Le modèle FARM est dérivé sous un format semblable au *CAPM standard* ($E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \beta_i [E(R_{m,t}) - R_{f,t}]$). Weill (2006) remplace le taux sans risque par le rendement du titre le plus liquide sur le marché. Cela signifie qu'au lieu de déposer de l'argent au taux sans risque l'investisseur sera amené à investir une partie de sa richesse dans le titre le plus liquide.

L'objectif principal de ce travail est de trouver une modélisation expliquant d'une manière plus précise la dynamique des rendements des cours boursiers. En effet, la littérature nous offre une modélisation fondée sur la théorie traditionnelle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF standard) et une autre fondée sur le concept de la liquidité (LACAPM et FARM).

Pour cela, nous avons testé l'hypothèse centrale selon laquelle le coût et le risque d'illiquidité ont empiriquement un pouvoir explicatif des rendements supérieur à celui du risque systématique du marché. Au niveau de ce travail de recherche cette dernière hypothèse est examinée empiriquement sur un échantillon de 40 titres cotés en continu et les plus échangés sur la BVMT.

Dans un premier volet, on a examiné empiriquement le modèle LACAPM. Pour ce faire, on a procédé comme suit :

D'abord, on a étudié l'effet du coût d'illiquidité individuel et agrégé sur le rendement. Les résultats prouvent l'existence d'une relation positive. Ensuite, on a testé empiriquement le modèle LACAPM proposé par Viral, Acharya & Pedersen (2004). En effet, les résultats de notre étude, indiquent que le modèle LACAPM possède un pouvoir explicatif supérieur par rapport au MEDAF standard.

Dans un deuxième volet, la validité du modèle LACAPM nous a donné une motivation d'étudier empiriquement un autre modèle plus récent intégrant le concept de la liquidité, à savoir, le modèle FARM proposé par Weill (2006). D'après les résultats de notre étude, il s'avère que le modèle FARM possède un pouvoir explicatif du rendement supérieur à celui du MEDAF standard et le modèle LACAPM.

En résumé, les trois types des modèles étudiés peuvent contribuer à expliquer le rendement des cours boursiers sur le marché boursier tunisien avec une supériorité explicative pour le modèle FARM avec un coefficient de détermination d'environ 51%. Ceci nous amène à dériver notre modèle final ; MEDAF avec liquidité. Ce dernier est un MEDAF intégrant la variable coût d'illiquidité. Il est à noter qu'on remplacé, comme pour le modèle FARM, le taux sans risque par le rendement du titre le plus liquide sur le marché. Ce modèle présente le coefficient de détermination le plus élevé, qui est égal à 58%.

Références

- Acharya, Viral V & Pedersen, Lasse Heje, 2004. "[Asset Pricing with Liquidity Risk](#)", *CEPR Discussion Papers* 4718, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Acharya, Viral V. & Pedersen, Lasse Heje, 2005. "[Asset pricing with liquidity risk](#)", *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 77(2), pages 375-410, August.

- Admati & Pfleiderer (1988), **"A theory of intraday trading patterns"**. *Review of financial studies* **1**, 3-40.
- Amihud, Y. (2002). **"Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects"**. *Journal of Financial Markets* **5**, 31-56.
- **Amihud, Mendelson and Yu (1992)**, *"Income uncertainty and transaction costs"*. Working paper, New York University, 31 pages.
- **Amihud, Yakov, 2000**, *"Illiquidity and stock returns: Cross-sectional and time series effects"*, Working paper, New York University.
- **Amihud, Yakov, and Haim Mendelson, 1986**, *"Asset pricing and the bid-ask spread"*, *Journal of Financial Economics* **17**, 223-249.
- **Amihud, Yakov, and Haim Mendelson, 1989**, *"The effects of beta, bid-ask spread, residual risk, and size on stock returns"*, *Journal of Finance* **44**, 479-486.
- **Amihud, Yakov, Haim Mendelson, and B. Lauterbach, 1997**, *"Market microstructure and securities values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange"*, *Journal of Financial Economics* **45**, 365-390.
- **Arrow. J & Debreu. G.** *"Existence d'un équilibre dans une économie concurrentielle"*, *Econometrica* **1954**.
- **Banz (1981)**, *"The relationship between return and market value of common stock"*. *Journal of Financial Economics* **9**, 3-12.
- Barry, C. and R. Jennings, 1992, **"Information and diversity of analyst opinion,"** *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **27**, 169-183.
- Bates, T., J. Coughenour, and K. Shastri, 1998, **"Spinoffs, spreads, and information asymmetry,"** *Working paper, University of Pittsburgh*.
- **Brennan, Michael J., and Avanidhar Subrahmanyam, 1996**, *"Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns"*, *Journal of Financial Economics* **41**, 441-464.
Brennan, Michael J., Tarun Chordia, and Avanidhar Subrahmanyam, 1998, **"Alternative factor specifications, security characteristics, and the cross-section of expected stock returns"**, *Journal of Financial Economics* **49**.
- Brennan, M. J. and A. Subrahmanyam, 1995, **"Investment analysis and price formation in securities markets"**, *Journal of Financial Economics* **38**, 361-381.
- **Brennan, Michael J., and Avanidhar Subrahmanyam, 1996**, *"Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns"*, *Journal of Financial Economics* **41**, 441-464.
- **Chalmers, J. M., and Gregory B. Kadlec, 1998**, *"An empirical examination of the amortized spread"*, *Journal of Financial Economics* **48**, 159-188.
- **Chen, Kim and Kon (1975)**, *"Cash demand, liquidation costs and capital market equilibrium under uncertainty"*. *Journal of Financial Economics* **2**, 293-308.
- **Chen, Nai-fu F., and Raymond Kan, 1996**, *"Expected return and the bid-ask spread, in K. S. Saitou, and K. Kubota, eds: Modern Portfolio Theory and Applications"*, (Gakujutsu Shuppan Center, Osaka).
- **Cheung, Y., and C. Wong, (2000)**, *"A survey of market practitioners' views on exchange rate dynamics"*, *Journal of International Economics*, **51**, 379-400.
- Pastor, L. and R. F. Stambaugh (2003). **"Liquidity Risk and Expected Stock Returns"**. *Journal of Political Economy* **111**, 642-685.

- Viral, Acharaya & Pederson (2004). **“Liquidity-adjusted capital asset pricing model ; LACAPM”**. *Preprint submitted to Elsevier Science, 1 July 2004.*
- Weill, Pierre-Olivier, 2006, **“Liquidity Premia in Dynamic Bargaining Markets”**. *Journal of Economic Theory. Volume 140, Issue 1, May 2008, Pages 66-96.*

Développement local et gouvernance territoriale : Enjeux et perspectives post-révolution

Mohamed HADDAD

Enseignant à l'ISG de Gabes, Docteur en SIC, membre de l'UR. RED et du programme LOTH.

Mohamed Amir BOUZAIDA

Chercheur à l'IRA – Médenine, Docteur en Economie et Développement rural.

Résumé

Suite à une situation de transition et de changement profond, cette communication propose d'interroger le rôle des pouvoirs publics et des acteurs locaux au sud-est tunisien en matière de gouvernance territoriale (Gabes et Médenine). Ceci est d'autant plus important que l'organisation de territoires tunisiens connaît des disparités socio-économiques, des déséquilibres flagrants à différents niveaux et des mutations multiples affectant l'échelon territorial. Dès lors, le contexte post-révolutionnaire est complexe et les sociétés civiles sont appelées à mobiliser davantage leurs capacités adaptatives et revoir les modèles susceptibles de générer le développement souhaité et apporter des solutions aux préoccupations majeures de différents acteurs territoriaux. Un renforcement du processus de la décentralisation et un appui à la prise de décision collective seraient en mesure d'améliorer l'autonomie des collectivités territoriales et ce, dans une démarche plus adaptée à leurs besoins et exigences et dans laquelle leur statut évoluera des simples bénéficiaires à des parties prenantes.

Dans un premier temps, il s'agit de montrer l'intérêt d'aborder cette notion de gouvernance territoriale dans notre contexte post-révolutionnaire. Cette forme particulière de gouvernance est comprise comme un processus non seulement de coordination des acteurs mais aussi d'appropriation des ressources et de construction de la territorialité. Désormais, l'objectif est de mobiliser leurs capacités et augmenter leurs marges de manœuvre face aux différentes mutations. L'action devient l'affaire de tout un chacun. Dès lors, une meilleure concertation face aux défis nécessite une communication et un échange entre les acteurs concernés.

Dans un deuxième temps, nous apportons une vision prospective en matière de gouvernance territoriale. Ceci est d'autant plus important que le devenir de ces zones difficiles reste ambigu. Ainsi, le territoire et tous les êtres qui en relèvent, quels qu'ils soient est composé de deux grands éléments: d'un côté les formes, les idées, les opportunités, les projets...et de l'autre, le désordre, l'incertitude. D'un côté, l'esprit, la liberté, la démocratie de l'autre, la matière, la corruption, le fanatisme. Devant cette complexité accrue se pose aussi la question sur les dispositifs et les processus nécessaires susceptibles d'apporter des articulations et éclairages afin de maintenir la dynamique de développement territorial.

Enfin, se pose la question de l'équilibre à trouver, cette fois, dans une démarche participative, démocratique et raisonnable loin d'opportunisme des uns et de passivité des autres. Il est ainsi impératif de s'interroger sur les nouveaux fondements de l'articulation et les interactions entre les décideurs politiques et les acteurs du terrain.

Mots clés : Gouvernance territoriale, acteurs, développement local, post-révolution, dispositifs, concertation, démocratie.

Abstract

Following a transition and profound change, this paper proposes to examine the role of public authorities and local actors southeast Tunisian regarding territorial governance (Gabes and Médenine). This is all the more important that the organization Tunisian territories experiencing socio- economic disparities, massive imbalances at different levels and multiple mutations affecting the territorial level. Therefore, the post-revolutionary context is complex and civil society are expected to mobilize more of their adaptive capacities and review models that generate the desired development and provide solutions to major concerns of different local actors . Strengthening the process of decentralization and support for collective decision-making would be able to improve the autonomy of local authorities and , in a more adapted to their needs and requirements and in which their status evolve simple approach beneficiaries to stakeholders.

At first , it is to show the interest to address this notion of territorial governance in our post-revolutionary context. This particular form of governance is understood as a process of coordination not only actors but also resource appropriation and construction of territoriality Now the objective is to mobilize their skills and increase their margins of maneuver to face different mutations. The action becomes a matter of everyone. Therefore better meet the challenges, requires concerted communication and exchange between stakeholders.

In a second step, we provide a prospective vision for territorial governance. This is even more important than the fate of these difficult areas remains ambiguous. Thus, the land and all beings therein, whatsoever is composed of two main elements: on the one hand forms, ideas, opportunities, projects ... and another disorder, the uncertainty. On the one hand, mind, freedom, democracy on the other, material, corruption, fanaticism. Faced with this increased complexity also raises the question about the devices and processes could provide joint and lighting to maintain the dynamics of territorial development.

Finally, there is the question of finding a balance, this time in a participatory, democratic and reasonably far from opportunism each other and passivity approach. It is thus imperative to question the foundations of the new articulation and interaction between policy makers and actors in the field.

Keywords : Territorial governance , actors, local development, post- revolution , devices, dialogue, democracy.

Introduction

Depuis son émergence au milieu des années soixante dix, la notion de gouvernance a suscité des débats sans nombre. Ils ont porté sur sa pertinence et sur son caractère scientifique autant que sur la nature des phénomènes (transparence, concertation, communication, négociation, etc.) qu'elle prétendait désigner. Durant années quatre-vingt et suite aux résultats angoissants des Programmes d'Ajustement Structurel (PAS), la Banque Mondiale a lancé pour la première fois la notion de bonne gouvernance. Cette dernière, constitue désormais un élément fondamental dans la mise en œuvre des politiques publiques. L'objectif essentiel est de faire du renforcement de la démocratie, un moyen et une fin du processus de développement.

Dans cet article, nous partons d'un ensemble de constats liés directement ou indirectement à la révolution tunisienne. Si nous avons commencé par une observation « participante » (des villes rurales au sud-est tunisien-gouvernorat de Médenine et de Gabes), il est important de souligner une situation analogique en matière de crise de communication publique. Ces observations ne doivent pas tomber dans des connotations dégradantes¹ selon les termes d'Yves Winkin (2005 : 5). Notre principal objectif est d'élucider les liens susceptibles d'exister entre la gouvernance territoriale et les dimensions communicationnelles. De fait, nous retenons pour notre article, la gouvernance territoriale comme une nouvelle combinaison d'acteurs pour dépasser l'inadéquation des théories aux pratiques. D'après la sagesse chinoise, on peut voir beaucoup en observant. Cependant, « rien ne va de soi. Rien n'est donné. Tout est construit² » sur un territoire de plus en plus complexe. Dès lors, nos observations, notre proximité et à plusieurs reprise le fait « être dedans » ont permis de recueillir des informations sur les difficultés, les besoins, les espoirs et les défis du développement dans cette phase de transition qualifiée de « démocratique ».

Dans une première partie, il s'agit de s'interroger sur les éclairages conceptuels autour de la gouvernance territoriale et le développement local. Donc, il importe de caractériser le brouillage territorial et repenser une valorisation d'une culture communicationnelle source de concertation, de transparence, et d'animation territoriale. L'objectif est de créer un processus de coordination et une synergie entre l'ensemble des acteurs. La seconde partie, explore un processus baptisé « intelligence territoriale ». Le rôle associé à cette notion consiste à dépasser un lourd héritage d'un régime politique et des incarnations décevantes en matière de gouvernance. Enfin, le soulèvement imprévisible, surprenant, spontané et les événements récents en Tunisie en général et aux zones

¹ **L'observateur ne doit pas se transformer en visiteur d'une sorte de « zoo » pour Yves Winkin, mais il faut avoir la capacité d'interpréter et donner un sens et une cohérence en introduisant les concepts adéquats.**

² **Gaston Bachelard (1938) cité par (Le Moigne, 1991 : 23).**

difficiles au sud-est en particulier ont révélé l'importance d'une piste refondée sur les principes de la bonne gouvernance couplée à une démarche intelligente en matière d'information et de communication.

La gouvernance territoriale et le développement local

Le terme de gouvernance territoriale est défini et entendu de manière diverse et parfois contradictoire. La question est de savoir aujourd'hui comment développer une relation de causalité entre ce concept et le développement local dans une démarche qui se veut collective et endogène, inclusive et participative (Diop, 2009), axée sur la transparence, la communication et la partage de l'information. Cependant, il existe une diversité des applications du mot. Lamine Mandiang (2008 : 2) rappelle qu'« il existe une dynamique commune dans l'usage de ce terme. Ainsi, pour la plupart de ceux qui l'emploient (secteur public et secteur privé), il désigne un mouvement de "décentrement" de la prise de décision, avec une multiplication des lieux et des acteurs impliqués dans cette décision ».

En effet, Parmi les différentes acceptations de la gouvernance nous nous focalisons ici sur la gouvernance territoriale. Dans un premier lieu, nous mettons l'accent sur la spécificité de la gouvernance territoriale dans une phase transitoire marquée par des troubles sociaux. Ensuite, nous montrons l'importance d'un « retour » aux principes de la « bonne » gouvernance et mettre fin aux flagrantes pratiques de corruption et de désinformation.

Notons que malgré la vulnérabilité, l'agitation sociale et l'instabilité politique, les régions réapparaissent aujourd'hui comme une entité active et puise leurs potentiels de développement, essentiellement, dans les rares ressources locales. Cependant, l'inconnu inquiète et la gouvernance territoriale doit apporter des éclairages permettant d'éviter le « brouillage » et comprendre la situation complexe.

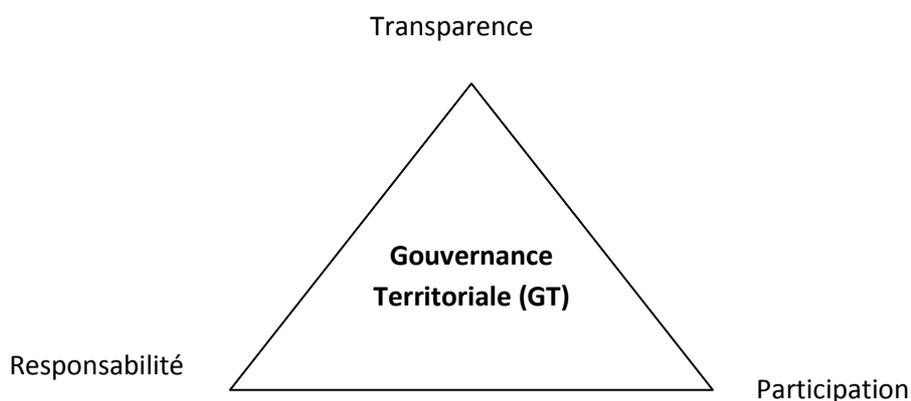
La gouvernance face au brouillage territorial : quels fondements ?

Dans la situation actuelle, en l'absence d'un mouvement démocratique fort, cohérent et uni autour d'un projet clair de l'avenir, il serait plus prudent de se donner le temps et les moyens d'une transition maîtrisée et réfléchie. Ainsi, face aux difficultés quotidiennes auxquelles sont confrontés les acteurs privés et publics tunisiens, nous montrons l'importance de la gouvernance territoriale comme processus de coordination des acteurs dans la construction de la territorialité et l'appropriation des ressources. Cette forme de gouvernance s'adosse sur une situation de proximité

qui combine proximité géographique et proximité institutionnelle des acteurs afin de créer des possibilités d'emploi et de richesse.

Pour s'éloigner des menaces réelles, la Tunisie doit rapidement rattraper le faible taux de croissance, sortir de cercle vicieux et donner des « bons » signes en matière de gouvernance. Cette dernière est désormais un critère majeur de localisation en matière d'investissement. En effet, la question de la gouvernance territoriale renvoie au développement local et se situe dans le contexte historique de l'implication croissante des acteurs locaux (privés, publics, associatifs, etc.) dans les dynamiques de développement et leur capacité à se mobiliser et à se prendre en charge. Ainsi, la gouvernance peut être vue ici comme la manière dont les sociétés développent des règles, des processus et des comportements nécessaires à leur survie et à leur accomplissement. Une bonne « gouvernance » territoriale se fonde sur les trois éléments présentés dans le schéma suivant :

Figure 1 : Les Fondements de la gouvernance territoriale



(Haddad, 2008 :134)

Le respect de cette référence fondée sur la responsabilité, la transparence et la participation devient incontournable « lorsqu'il s'agit d'évoquer les mécanismes de décision ou les modes de régulation dans des environnements complexes » (Goxe, 2006 : 1). Dès lors, la notion de gouvernance que nous utilisons ici se situe dans une perspective communicationnelle, comme processus de coordination des acteurs entre eux dans la perspective de l'organisation de l'activité économique, sociale, politico-administrative etc. Il s'agit plutôt d'un processus adapté au contexte marqué par un déséquilibre flagrant à différents niveaux et des mutations multiples affectant l'échelon territorial de zones difficiles. S'agissant de la participation, elle désigne des tentatives de donner un rôle aux individus dans une prise de décision affectant une communauté. En sciences politiques, la

participation est un terme qui recouvre les différents moyens selon lesquels les citoyens peuvent contribuer aux décisions politiques (Mandiand, 2008). Le terme de démocratie participative s'est imposé depuis quelques années dans le langage politique (Tapie-Grime et al, 2007). Il est d'ailleurs invoqué pour désigner des réalités extrêmement variées, et tend à devenir un simple outil rhétorique, masquant une vacuité du discours politique (Hessel et al, 2011). Dans la procédure participative, il est difficile de savoir si l'avis des personnes concernées est basé sur des considérations objectives, ou si elles agissent seulement pour défendre leurs intérêts personnels.

Sur le territoire tunisien et devant cette disparités régionales, la pression civile et politique et les troubles sociaux causés par un chômage élevé et des inégalités importantes, il est difficile d'imaginer une régulation des interactions entre les acteurs sans un processus d'information et de communication qui veille à la réalisation et au respect de la transparence (fiabilité de l'information), à la participation (adhérer à un processus et donner le meilleur de soi-même dans l'intérêt de l'ensemble et à la responsabilité (impliquer les gens dans la décision et intégrer l'ensemble dans l'action) (Haddad, 2008).

En résumant, les acteurs politiques sont censés être au cœur de ce processus par leurs missions « dangereuses », étant donné que les décisions seront stratégiques et engageront l'avenir. Ils sont devant l'obligation de mettre en place des dispositifs au service de la médiation et de l'intervention sociale où l'information et la communication jouent un rôle fondamental. De cette façon, les territoires fuient la situation fragile en partageant l'information et la connaissance afin d'augmenter leurs capacités pour l'analyse de conflits, particulièrement dans les champs politico-administratives et socioéconomiques (Theys, 2003).

Le nouveau rôle des pouvoirs publics institutionnels

La gouvernance territoriale locale signifie qu'on passe des politiques publiques à l'action publique (Ferguène, 2005 : 17). Dans ce sens, elle combine les initiatives des autorités publiques avec celles des acteurs privés dans un processus de production et de création de la richesse. Dès lors, la gouvernance territoriale repose à la fois sur le réseau et sur les flux : un réseau c'est-à-dire une configuration de connexion entre les différents acteurs avec des flux circulant dans le réseau.

On peut admettre que chaque territoire construit représente un mode particulier de gouvernance, selon le type d'acteur qui domine la coordination territoriale : la gouvernance privée, institutionnelle ou mixte. « La gouvernance n'est donc pas une configuration de coordinations strictement

économiques ou strictement sociopolitiques : elle est une combinaison de ces dimensions, caractérisée par une densité variable des interactions entre les trois catégories d'acteurs » (Gilly et Perrat, 2003). Dans tous les cas, l'État reste un interlocuteur important, régulateur des niveaux administratifs et garant de la redistribution.

Le gouvernement local devra alors satisfaire à un certain nombre de conditions pour respecter et développer les atouts développés par le territoire. Avant tout, ce système-territoire entraîne la nécessité de mettre sur pied des structures de partenariat entre acteurs autour d'un projet territorial. Ceci passe par une translation de la perception et des pratiques de la concurrence vers des situations créatrices de solidarité, d'échanges, d'ententes et de mise au point de projets communs dans un cadre de proximité géographique et organisationnelle.

Dans la phase transitoire actuelle, l'État et ses institutions politico-administratives sont à la recherche d'une adaptation à travers une recomposition qui se traduit par une « ouverture » communicationnelle et une réappropriation de l'espace territorial. Une des caractéristiques de la gouvernance territoriale est donc de faire appel à une pluralité d'acteurs. Nous pouvons distinguer au moins deux types de mouvements :

- un mouvement qui résulte de l'émergence de pouvoirs supranationaux (pays du Golf, l'union Européenne, organisations internationale, associations islamiques etc.). La prise de conscience du danger et de l'incertitude territoriale est parmi les raisons qui ont donné lieu à une multiplication des projets internationaux ;
- un mouvement enclenché par la multiplication des projets et l'existence d'une intervention budgétaire par le gouvernement et les associations locales dans plusieurs secteurs.

Les actions de ces acteurs et institutions peuvent se combiner (échanges d'informations, communication, coopération etc.) ou au contraire être conduites de manière isolée, ce qui met alors à mal le processus global. L'acteur public, entre autres, aura donc à rendre possible une mobilisation de l'ensemble de ces acteurs (privés, associatifs et publics) et institutions sur des objectifs communs de développement dans le cadre d'un projet intégré et cohérent, partageant ou acceptant de partager une même vision à moyen et long terme du territoire (Leloup et al, 2004). « Ceci implique des jeux de négociation, de compromis, d'alliances et des rapports de force entre groupes et acteurs divers obéissant à leurs propres logiques d'intérêt et exerçant des responsabilités sur des domaines de compétences tantôt partagés, tantôt disputés mais jamais absolument étanches ni autonomes » (Bertrand et al., 2001 : 6). Le processus de gouvernance territoriale et de mise en compatibilité entre acteurs permet non seulement d'articuler entre eux les acteurs situés sur le même site géographique mais aussi dans le même temps (les dépenses budgétaires par exemple), il relie les acteurs locaux, les autres territoires et les niveaux macroéconomiques globaux du national. Il crée les relations communicationnelles et définit l'espace et les frontières du territoire. En effet, il ne s'agit pas

seulement de demander leur avis aux acteurs locaux mais bien plus fondamentalement de susciter leur adhésion, leur participation et leur implication dans une idée de construction collective des systèmes d'action publique. Dans ce contexte, l'action sur le développement territorial n'est plus présentée comme la seule responsabilité du pouvoir public (local, régional ou étatique) mais comme la résultante d'un processus de coopération et de coordination entre de nombreux acteurs et opérateurs, dans lequel la collectivité locale (qui doit maintenant composer avec divers acteurs et institutions publics et privés) a un quadruple rôle d'orientation, d'animation, de pilotage et de régulation. Les avis et les comportements des populations locales vis-à-vis des projets et programmes de développement forment une composante importante pour le succès de ses structures. Si les nouvelles orientations des actions d'aménagement du territoire et de gestion des ressources naturelles à cette région tendent à faire participer de plus en plus les populations locales dans le suivi et l'exécution des travaux, les résultats souhaités sont encore loin d'être atteints.

Ainsi, le concept de gouvernance territoriale permet d'inclure dans les processus de prise de décision territoriale l'existence de ces acteurs et relations multiples, l'importance des réseaux, l'émergence de conflits et de négociations, le développement traduit en objectifs et en actions (Bertrand *et al*, 2001 : 6). De fait, la gouvernance territoriale répondant à l'émergence de nouveaux espaces de développement. Les principes de démocratie participative et communicative s'associent naturellement aux notions de gouvernance territoriale : il s'agit d'emprunter des nouvelles voies de communication (l'intelligence territoriale), de participation et de légitimité afin de faire émerger non seulement des avis mais des processus, des décisions et des actions.

Les vertus de l'intelligence territoriale

Le contexte actuel en Tunisie invite à construire des dispositifs "ouverts" et démocratiques sur des territoires complexes qui connaissent des disparités socio-économiques, des déséquilibres et des mutations multiples affectant l'échelon territorial de zones difficiles. De fait, le territoire en tant que construit social, économique, politique, etc. en appelle à une nouvelle mode de communication. L'objectif ici est de développer une approche fondée sur l'information et la communication et montrer son implication dans le registre de la gouvernance territoriale. Notre attachement à ce registre se fonde sur une recherche de complémentarité avec le développement durable, un renforcement des capacités des populations à prendre leur avenir en main, ainsi qu'une recherche d'appropriation du savoir par la participation, la transparence et la mutualisation de l'information et de la communication.

La gouvernance rurale comme processus intelligent

Le fait que cette notion de gouvernance s'ouvre sur le processus d'intelligence territoriale est une raison pour examiner ses emplois. En ce sens, elle a aussi une grande tendance à rejoindre des problématiques comme le développement durable et les interactions entre les différentes sphères et les différents acteurs. En effet, l'intelligence territoriale est une approche récente. Elle est apparue à la fin des années 90 et sa définition n'est pas encore stabilisée. Comme le rappelle, Philippe Dumas (2006 : 11), « l'expression a pris son essor en France il y a une dizaine d'années et elle se précise petit à petit, sous des formes différenciées, notamment aux côtés d'une notion qui se stabilise, celle d'intelligence économique ». Yann Bertacchini (2004) positionne l'intelligence territoriale entre information et processus de communication. Dans d'autres contextes, elle se propose aussi de relier la veille et l'action publique en se basant sur une démarche stratégique au service d'un projet territorial répondant à des objectifs et des questions de développement thématiques telles que: Quelle stratégie ? Pour quel territoire ? Comment favoriser la cohérence entre stratégie des territoires, stratégies nationales et internationales ? Comment promouvoir et valoriser les territoires dans le cadre de la mondialisation ? Quels seront les critères d'attractivité des territoires ? Comment faire jouer les nouveaux acteurs au service de la promotion des territoires ? Au-delà de la vision constructiviste (Bouchet *et al*, 2007), l'intelligence territoriale consiste aussi en l'approche systémique d'un territoire. C'est toujours dans un contexte vulnérable où les populations rurales et les collectivités territoriales poursuivront leurs efforts de construction des cadres de coopération et d'action fondés sur la communication pour intervenir plus efficacement sur le développement de leurs territoires » (Bessaoud, 2006 : 1). En pratique, cela se traduit par des collectes et des traitements de données sur le territoire concerné. La dimension comparative et la confrontation des points de vue des acteurs locaux s'inscrit à son tour dans cette approche susceptible de rendre les diverses politiques territoriales appliquées plus cohérentes. L'intégration d'une approche d'intelligence territoriale dans les structures et les systèmes d'information existants consiste à surmonter les recommandations classiques (se limiter à une observation des faits) pour porter une appréciation sur les faits observés. Notons que l'IT est un concept récent où les définitions peuvent varier selon les domaines d'activités et les champs d'application. Pour Georges Delis et Yann Bertacchini (2008 : 9-10), « l'intelligence territoriale renvoie à la maîtrise des méthodes et des moyens de l'Intelligence économique au service des territoires ». Ils précisent cinq principaux objectifs :

- connaître, comprendre, suivre, accompagner le territoire ;
- identifier et contribuer à mettre en œuvre des projets créateurs de richesse et d'activité ;
- mettre en réseau les acteurs publics et privés au service du développement du territoire ;
- anticiper les mutations et les évolutions et les facteurs de rupture ;

– valoriser le territoire.

En ce sens, « l'intelligence territoriale est l'organisation d'un ensemble de règles et de procédures dans ce territoire. Autrement dit, une nouvelle forme de management de ce territoire ». Cependant, le processus d'intelligence territoriale suppose un cadre stratégique précis qui comprend, d'une part, la définition, les limites du champ d'action et l'objectif de l'opération d'intelligence territoriale, et d'autre part, la liste des partenaires ou sources qui permettront d'alimenter un système de veille éventuel ainsi que les outils techniques de gestion de cette opération (outils de veille, outil de diffusion, outil de collaboration). À ces éléments s'ajoutent les moyens d'actions et le pouvoir de mise en œuvre d'un comité de pilotage et des spécialistes. Cependant, il faut s'assurer de la volonté (claire et précise) des institutions politiques et du respect des engagements territoriaux. Mais, comme le précise Pierre Bourdieu (1984), il faut un émetteur légitime, reconnu et qui reconnaît les lois implicites du système et des destinataires reconnus par l'émetteur. Donc, le premier pas du processus est d'adopter des « plans de communication » qui s'additionnent à la fonction classique de traitement, d'analyse de données et de production de l'information sur les milieux ruraux. Ce type de communication s'organise autour d'un but précis et produit un effet attendu (Huisman, 1983 : 158). Comme le rappelle Philippe Dumas (2006 : 12), ceci « nous amène à proposer l'usage de deux concepts permettant d'appréhender la nature ouverte et interactive du territoire inséré dans le monde : intelligence territoriale et territorialité³ ».

Penser des nouveaux modes de gouvernance

L'agitation sociale et politique qui a embrasé la Tunisie en janvier 2011 montre qu'en dépit du relatif succès économique du pays, les principaux problèmes sociaux et de développement n'avaient pas été résolus. Comme conséquence, la situation intenable de mécontentement a mis un terme à un régime totalitaire marqué par la corruption et l'exclusion. Ainsi, à différents échelons et niveaux territoriaux, devient-il possible d'identifier les mécanismes qui permettent d'évaluer la tendance et les solutions susceptibles de générer un climat favorable, une transparence et une cohésion sociale.

En effet, L'intelligence territoriale surgit de la conjonction de changements majeurs et interdépendants dans les économies et les sociétés. C'est la voie d'un développement cohérent, durable et créatrice de la richesse par une implication très large d'acteurs et une concertation entre tous les acteurs. Parmi les points communs entre bonne gouvernance et intelligence territoriale réside dans la prise en compte de l'élargissement du champ des acteurs impliqués, de l'interdépendance des acteurs et des organisations tant privées que publiques dans le processus de

³« On peut considérer la territorialité comme la dimension ondulatoire de la notion de territoire » qui exprime un sentiment partagé d'appartenance et de d'appropriation (Dumas, 2006 : 12).

prise de décision et de l'action et dans l'imbrication des divers niveaux de pouvoir, tant infranational que transnational ou supranational. L'usage du concept de gouvernance entend donc souligner la participation de divers intérêts notamment privés aux systèmes de décision publique qui régissent les villes et les régions. L'accent y est mis sur les jeux de pouvoir et d'influence présidant à l'élaboration des politiques publiques locales face aux disparités régionales.

L'intelligence territoriale face aux disparités régionales

Les territoires tunisiens, surtout arides et semi-arides et ses sociétés rurales subissent des contraintes et des transitions qui doivent être étudiées et analysées en profondeur. Le but est de parvenir à déceler les solutions qui soient en mesure d'atténuer les risques et les blocages. Si les objectifs visés et prononcés dans le cadre d'une approche participative fondée sur le développement durable sont prometteurs, ils restent incapables d'intégrer tous ses principes. Les activités informationnelles et communicationnelles, éléments clés, nécessitent une valorisation pour être au service des savoirs nécessaires au développement durable. Les acteurs sont appelés aussi à un changement organisationnel et comportemental et mobiliser davantage leurs capacités d'adaptation.

Reconstruire la confiance et dépasser les effets sociologiques du blocage territorial actuel revêt deux aspects ; le premier est scientifique, fondé sur le diagnostic interne et profond du territoire, le deuxième est d'ordre pragmatique et organisationnel. Pour Bernard Sananès (2005 : 8), adéquation « réside dans l'exigence de la satisfaction de nos propres besoins et de ceux des autres, simultanément. Autrement dit, l'art de communiquer consiste à bien doser liberté d'expression et réciprocité ». D'ailleurs la dégradation est visible et l'inquiétude est exprimée avec beaucoup de souffrance et peu d'espoir. D'un côté, nous assistons à une révolution sans « leader » marquée par l'opportunisme des uns et la passivité des autres (on est passé à la dictature de la rue et une exclusion de tous ceux qui n'ont cessé de crier). De l'autre côté, il y a des idées et des projets constructifs locaux et internationaux. Est-il temps pour engager une campagne de culture, de communication et d'éducation citoyenne, seule garante d'un passage sans ambages de la dictature à la citoyenneté réelle ?

Étant donné cette conjoncture exceptionnelle dans laquelle évoluent les différents acteurs politiques, économiques et médiatiques représentants de la société civile ainsi que les citoyens tunisiens, le principal thème qui accapare l'actualité c'est la mise en place de stratégies de développement territorial pour faire face aux importantes disparités entre les différentes régions du pays. De fait, durant des années le développement territorial n'était pas équitable ce qui creusait un écart de plus en plus grand entre les différentes régions. Nous relevons une concentration démographique et économique dans les régions du littoral alors que les régions du centre et du sud

ne cessent d'accumuler les retards et les handicaps. Ce phénomène s'accroît essentiellement dans les territoires difficiles et menacés au sud-est tunisien. Ainsi après la révolution populaire et la prise de conscience collective des enjeux de la mise en place de stratégies de développement dans ces régions nous nous interrogeons davantage sur les formes de communications et sur les mécanismes et les systèmes d'information existants qui permettront d'instaurer la concertation territoriale (Haddad et Ben Slymen, 2011 :3). Pour mener à bon port cette dynamique de développement territorial il n'est plus question d'exclusion, en effet les différents acteurs du paysage politique, économique et médiatique doivent se greffer sur la vie de tous les jours. Les citoyens ainsi que leurs représentants doivent se manifester afin de soulever les problèmes qui prennent en compte les spécificités régionales.

En effet, le territoire est le fruit de conditions naturelles, qui sont dans le cas du sud-est tunisien des conditions très difficiles car ces régions sont exposées au risque de la désertification (Tbib, Haddad, 2008). L'intelligence territoriale produit des théories et des outils qui facilitent la compréhension du territoire et la manière de générer et d'appréhender les savoirs. Vincent Meyer (2004 : 12) montre qu'il n'y a pas que les « succès » qui contribuent à la réflexion épistémologique et méthodologique sur la constitution d'un espace de recherche. A titre d'exemple, la lutte contre le chômage est certes la plus grande priorité de la politique économique actuelle. Jusqu'à présent, les différents gouvernements ne sont pas parvenus à créer un nombre suffisant d'emplois destinés aux jeunes diplômés. Le ressort de cette situation passe par une véritable conscience. Tous, à des degrés divers, vont intervenir dans la conception, la mise en œuvre et l'adoption de stratégies de valorisation de ces zones faisant intervenir différentes formes de communication. Plus spécifiquement encore, il s'agit de montrer le rôle central d'une valorisation de la communication (publique, territoriale, culturelle etc.) afin de rapprocher entre volonté politique et aspirations de la population locale. Certes, parler d'intelligence territoriale dans une région rurale et en difficulté peut susciter des réticences et des craintes, mais lorsqu'un échelon territorial n'arrive pas à enrayer les menaces et orienter les procédures du développement social et économique, la mobilisation des capacités de tout un acteur ainsi qu'une concertation et un traitement particulier de l'information et de la communication s'imposent. À partir de là, se pose la question de l'équilibre à trouver, cette fois, dans une démarche participative, démocratique et raisonnable. Il est ainsi impératif de s'interroger sur les nouveaux fondements de l'articulation et les interactions entre les décideurs politiques et les acteurs du terrain. Il est encore grand temps, d'entreprendre diverses mesures pour réfléchir ensemble sur les acquis scientifiques, renforcer des échanges féconds et partager des expériences utiles (Vigneron et Francisco, 1996) pour identifier un certain nombre de valeurs à soutenir dans les nouvelles orientations et stratégies du développement durable face aux multiples défis du développement en

zones arides et menacées. Elle nous amène à reconnaître que les sociétés constituent une valeur noble, du fait qu'elles s'efforcent encore à produire pour soit et pour les autres dans des circonstances contraignantes et débordantes de risques. Le patrimoine socioculturel de ces sociétés et leurs savoir-faire, sont à leurs tours des valeurs inestimables, dans la mesure où ils leur ont servi à franchir de multiples périodes des disettes graves et diverses moments de difficultés économiques (Haddad, 2011). La composante environnementale par ses ressources naturelles et particulièrement les ressources rares, constitue à son tour une valeur patrimoniale.

Notons que tous les registres cités précédemment n'ont de d'utilité que si les acteurs participent à l'organisation de l'espace. Cependant, ils doivent toujours être « imaginatifs ». Parler d'une intelligence territoriale c'est agir en mutualisant l'information et en valorisant la communication. Il s'agit aussi de vivre « main en main et partager la goutte de pluie, soulever ensemble les “ brises vent ” et partager le bonheur d'être ensemble dans un moment“ historiques ” de soulèvement que personne n'a prévu.

Conclusion

Les territoires tunisiens subissent aujourd'hui des contraintes et des transitions qui doivent être étudiées et analysées davantage et en profondeur. La révolution doit dessiner des alternatives et dépasser les humiliations et les menaces et parvenir à déceler les solutions qui soient en mesure d'atténuer les risques et les blocages. Les menaces font peur et les opportunités font espoir. Entre les deux ce sont des situations d'intelligences qui se développent. C'est dans et à partir de ce processus qu'on cherche la motivation des acteurs à dépasser les menaces ou saisir les opportunités. Pour qu'un acteur s'approprie un tel processus, il faut qu'il lui ouvre de nouvelles perspectives (condition de vie, relations humaines, estime de soi, opportunités, capacités individuelles et collectives, etc.).

Si les objectifs visés et prononcés dans le cadre dans le cadre de cet article est de repenser une approche participative fondée sur la bonne gouvernance et le développement durable sont prometteurs, les acteurs restent incapables d'intégrer tous ses principes. Les activités informationnelles et communicationnelles, éléments clés, nécessitent une valorisation pour être au service des savoirs nécessaires au développement durable. Ces changements doivent être accompagnés d'une mobilisation « intelligente » des capacités adaptatives aux difficultés accrues. Il est important donc de favoriser la solidarité et la concertation et il ne faut pas que les menaces et les agitations sociales brisent la coopération entre les acteurs territoriaux.

Notons que les structures locales sont en situation de difficultés en matière de communication. Les programmes de développement et les projets de vulgarisation ne sont pas suffisants. Étant donné le

contexte, les pouvoirs publics doivent avancer de projets et programmes stratégiques susceptibles de diversifier les branches d'activités économiques et favoriser les perspectives de gestion des ressources humaines, jusque là menacées par le chômage et la faiblesse économique. La « bonne » gouvernance passe par la mise en place d'une logique de traitement et de mutualisation de l'information, de confiance, de communication, de concertation, etc. Dès lors, les perturbations territoriales et l'absence des stratégies de communication imposent la conception d'un territoire interactif.

Bibliographie

- Antoine Goxe, 2006 « Gouvernance territoriale et développement durable: implications théoriques et usages rhétoriques » pp. 151-170, in : R. Pasquier, V. Simoulin, J. Weisbein, éd., *La gouvernance territoriale. Pratiques, discours et théories*, Paris, LGDJ, Tome 44, coll. « *Droit et Société* ».
 - Bertacchini Y., 2004 « Entre information et communication : l'intelligence territoriale », Paris, *Les Cahiers du Centre d'études et de Recherche, Humanisme et Entreprise*, 267p.
 - Bertrand N., Gorgeu Y., Moquay P., 2001, « Intégration des formes de proximité dans la gouvernance locale », *Les 3^e journées de la proximité Nouvelles Croissances et Territoires*, Paris, 13-14 décembre 2001, 18p.
 - Bertrand, N., Gorgeu, Y., Moquay, P., 2001. « Intégration des formes de proximité dans la gouvernance locale », *Les 3^e journées de la proximité Nouvelles Croissances et Territoires*, Paris, 13-14 décembre 2001, 18 p.
 - Bessaoud O., 2006, « La gouvernance rurale en Méditerranée : tendances et nouveaux défis », *notes d'analyse de CIHEAM n° 1 4*.
 - Bourdieu P., 1984, « Ce que parler veut dire (l'usage scolaire du langage) », *Questions de sociologie*, Éd. de Minuit, pp. 95-112.
- Diop A., 2009, *Développement local, gouvernance territoriale – Enjeux et perspectives*, Ed. Karthala, 230p.
- Dumas P., 2006, « Territoire et mondialité », « Tic et Territoire: Quels développements ? », Université de Franche Comté, Besançon Vème colloque TIC.
 - Ferguène A., 2005, *Gouvernance locale et développement territorial - Le cas des pays du sud*, Paris, l'Harmattan. 32p.
 - Gilly J-P, Perrat J., 2003, « Gouvernance et dynamiques institutionnelles des territoires », communication à la journée de travail *Gouvernance territoriale : pratique, discours et théories*, IEP de Toulouse, miméo, 24 p.
 - Goxe A., 2006 « Gouvernance territoriale et développement durable : implications théoriques et usages rhétoriques » pp. 151-170, in : R. Pasquier, V. Simoulin, J. Weisbein, éd., *La gouvernance territoriale. Pratiques, discours et théories*, Tome 44, coll. « *Droit et Société* », Paris, LGDJ.
 - Haddad M, Tbib A., 2008, « Observatoires de suivi socio-économique et environnement en zones arides et perspectives de communication autour de la désertification et du développement. », in Chaouikha Larbi, Gdoura Wahid, Meyer Vincent (dirs.), *Interagir et transmettre, informer et communiquer : quelles valeurs, quelle valorisation ?* Tunis, Éditions SFSIC-ISD-IPSI.

- Haddad M., 2008, *Intelligence territoriale et observatoires socioéconomiques et environnementaux : un processus d'intelligence territoriale adapté à l'OMH au sud-est tunisien*, thèse de Doctorat en sciences de l'information et de la communication, Université Paul Verlaine-Metz.

- Haddad M., Ben Slymen S., 2011, « Les territoires difficiles et menacés au sud-est tunisien : quelles formes de communications dans une phase de transition » ? AMDDS – Luxembourg, coll. *Mondialisation des échanges, communication de crise et relations publiques*.
- Huisman D., 1983, « Le dire et le faire. Essai sur la communication efficace », CDU et SEDES.
- Le Moigne J-L., 1990, *La modélisation des systèmes complexes*, Paris, Dunod.
- Le Loup et al., 2005, « La gouvernance territoriale comme nouveau mode de coordination territoriale ? », collection *Géographie Économie Société*, vol.7, Lavoisier,332p.
- Mandiang L., 2008, « Réflexion autour du concept de gouvernance », Dakar, CESTI, 10p.
- Meyer V., 2004, *Équipements méthodologiques et émergence d'un espace scientifique et social : les communications d'actions et d'utilité publiques*, Habilitation à diriger des recherches en sciences de l'information et de la communication, Université Paul Verlaine-Metz.
- Muriel Tapie-Grime M., Blatrix C., Moquay P., 2007, « Développement durable et démocratie participative - La dynamique performative locale », PUCA.

- Sananès B., 2005, *La communication efficace*, Paris, Dunod.

- Soral A, 2011, *Comprendre l'empire - Demain la gouvernance globale ou la révolte des Nations ?*, Paris, Ed. Blanche, 237p.
- Tbib A., Haddad M., 2008, « Dispositifs d'observatoires territoriaux et valorisation des interactions aux milieux ruraux », in Chaouikha Larbi, Gdoura Wahid, Meyer Vincent (dirs.), *Interagir et transmettre, informer et communiquer : quelles valeurs, quelle valorisation ?*, Tunis, Éditions SFSIC-ISD-IPSI.
- Theys J., 2003 « La gouvernance entre innovation et impuissance. Le cas de l'environnement », *Développement Durable et Territoires dossier*, n°2, Gouvernance locale et développement durable, novembre, (<http://www.revue-ddt.org> consulté en mars 2012).
- Vignerot J. et Francisco L., 1996, *La communication environnementale*, Paris, Economica, 225 p.
- Winkin Y, 2005, *La nouvelle communication*, Paris, Éd Seuil.

TABLE DES MATIERES

Introduction de L'ouvrage Collectif par jamel E. HENCHIRI

Appel à Contribution

A. NAJEH & A. JARBOUI « Non-Financial Disclosure and Value Creation through Consumer Satisfaction in France ».....	1
S. ETTIS « Analyse empirique des facteurs influençant l'adoption de l'e-banking par les petites entreprises tunisiennes ».....	15
A. BOURI & T. BOUCHADDEKH « MEDAF avec liquidité : Application au marché boursier tunisien ».	27
M. HADDAD & M. A. BOUZAIDA « Développement local et gouvernance territoriale : Enjeux et perspectives post-révolution ».....	45
Table des matières.....	60